

# **中信证券 (600030.SH) 业务全面领航，龙头稀缺标的应享估值溢价**

2022 年 06 月 15 日

## **——公司首次覆盖报告**

**投资评级：买入（首次）**
**高超（分析师）**
**卢崑（联系人）**

gaochao1@kysec.cn

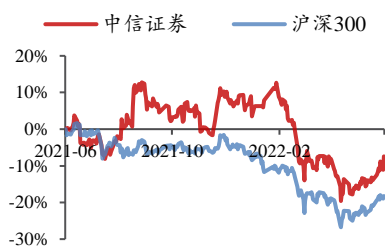
lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

日期	2022/6/14
当前股价(元)	21.11
一年最高最低(元)	28.23/18.01
总市值(亿元)	3,128.62
流通市值(亿元)	2,399.51
总股本(亿股)	148.21
流通股本(亿股)	113.67
近 3 个月换手率(%)	48.33

### **股价走势图**



数据来源：聚源

### **● 业务全面领航，龙头稀缺标的应享估值溢价**

公司各项业务全面领跑行业，龙头优势显著，手续费收入占比和杠杆率均优于行业平均，ROE 持续领先。公司财富管理、投行和资管业务竞争优势明显，奠定高质量客群基础和品牌优势，重资本业务以非方向性资本中介为主，衍生品业务竞争优势明显，具有高杠杆、收益率低波动特征。短期看，公司自营业务以客需模式为主，风险中性不惧市场波动，一季度完成配股解决风控指标瓶颈，全年盈利景气度较强；长期看，公司具有优秀稳定的管理团队和全面领先的业务基础，未来持续受益于资本市场改革红利和行业集中度提升下的格局优化。受益于盈利稳定性强、高 ROE 且轻资本收入占比高、资产透明度高、龙头标的稀缺性等因素，公司有望保持估值溢价。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 228/293/344 亿元，分别同比-1%/+28%/+18%，EPS 分别为 1.5/2.0/2.3 元，ROE 分别为 9.9%/11.1%/12.0%。预计当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 13.7/10.7/9.1 倍，对应 PB 1.2/1.1/1.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### **● 财富管理转型领先，业务结构优化成长性凸显**

(1)公司财富管理业务结构持续优化，非佣金类收入占比提升，成长性凸显。凭借渠道和品牌优势，公司机构客户数快速增长，机构经纪驱动业务市占率提升，公募基金分仓收入持续保持行业第一。财富管理转型行业领先，2021 年代销收入行业第一。(2)券商资管主动管理转型领先，主动管理资产月均规模行业第一；华夏基金业务结构多元，公募基金 AUM 行业领先，业绩表现具有韧性。(3)公司股权融资和债券融资承销规模连续多年行业第一，注册制改革后市占率提升显著。当前人力与项目储备丰富，预计全面注册制将进一步巩固投行业务领先地位。

### **● 重资本业务稳健，场外衍生品业务规模和收入领先**

公司自营投资风格稳健，风险敞口较小，公司股票头寸或以场外衍生品对冲持仓为主。我们测算 2019-2021 年公司 89%/85%/85%的股票头寸为场外衍生品对冲持仓，场外衍生品收入 28/63/75 亿，占公司调整后营收 7%/13%/12%。跟投、直投业务子公司 ROE 优于行业平均，与公司投行业务产生协同效应。两融市占率领先，股票质押风险可控。预计科创板做市业务将进一步提高公司存量资产使用效率，与公司投行、两融、衍生品和研究等业务形成天然协同，成为收入新增长点。

**● 风险提示：**疫情影响投行业务增长不及预期；场外衍生品业务对冲不充分增加公司风险敞口；公司盈利增长不及预期。

### **财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	54,383	76,524	70,194	87,141	99,923
YOY(%)	26.1	40.7	-8.3	24.1	14.7
归母净利润(百万元)	14,902	23,100	22,807	29,267	34,432
YOY(%)	21.9	55.0	-1.3	28.3	17.7
毛利率(%)	38.0	42.4	44.7	46.2	47.4
净利率(%)	27.4	30.2	32.5	33.6	34.5
ROE(%)	8.7	11.8	9.9	11.1	12.0
EPS(摊薄/元)	1.15	1.79	1.54	1.97	2.32
P/E(倍)	21.0	13.5	13.7	10.7	9.1
P/B(倍)	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 战略布局具有前瞻性，多项业务实力行业领先 .....	5
1.1、 战略超前，股权融资和并购重组助力规模扩张.....	5
1.2、 ROE 水平优于行业，多项业务排名第一 .....	9
2、 轻资本业务：财富管理转型领先，结构优化成长性凸显.....	12
2.1、 财富管理：机构经纪驱动业务市占率提升，财富管理转型领先.....	12
2.2、 资管：主动管理转型领先，华夏基金 AUM 稳健增长 .....	15
2.3、 投行：行业头部集中化延续，公司保持领先地位.....	17
3、 重资本业务：资本中介为主，场外衍生品业务行业领先.....	19
3.1、 自营投资稳健，风险敞口较小，资产透明度较高.....	19
3.2、 场外衍生品：竞争优势明显，业务规模与收入行业领先.....	23
3.3、 直投和跟投：受市场影响较大，ROE 优于行业平均.....	25
3.4、 两融与股票质押：两融市占率领先，股票质押风险可控.....	26
4、 盈利预测及估值分析 .....	28
4.1、 关键假设 .....	28
4.2、 盈利预测 .....	30
4.3、 估值分析 .....	30
5、 投资建议 .....	32
6、 风险提示 .....	33
附：财务预测摘要 .....	34

## 图表目录

图 1： 背靠中信集团，股东资源雄厚 .....	5
图 2： 2019 年起总资产规模与行业第二名差距加大 .....	9
图 3： 2022Q1 公司归母净利润同比+1%优于行业 .....	9
图 4： 2017 年起公司 ROE 高于行业 .....	10
图 5： 2016 年起公司杠杆率持续高于行业 .....	10
图 6： 净利率相对稳定，2022Q1 公司净利率高于行业.....	10
图 7： 2016-2021 年公司手续费收入占比高于行业 .....	10
图 8： 2012 年起公司各项业务全面增长（单位：亿元） .....	12
图 9： 公司收入结构相对均衡 .....	12
图 10： 2014-2021 年公司代销收入占比提升，高于行业 .....	13
图 11： 2019 年起公司经纪业务市占率保持增长趋势.....	13
图 12： 2020 年起公司代理买卖证券款机构客户占比提升（单位：亿元） .....	13
图 13： 2019 年起公司经纪业务机构客户保证金市场份额提升.....	13
图 14： 席位租赁收入排名稳居市场第 1 .....	14
图 15： 财富管理服务体系全面 .....	15
图 16： 金融产品体系丰富 .....	15
图 17： 2020 年起券商资管管理费有所提升 .....	16
图 18： 2016 年起主动管理规模占比持续提升 .....	16
图 19： 2019 年起非货基 AUM 快速增长 .....	16
图 20： 2012-2021 年华夏基金 ROE 维持在 14%以上.....	16
图 21： 2022Q1 末华夏基金指数型基金 AUM 行业第一，占非货 40% .....	17

图 22: 2019 年起投行业务净收入快速增长 .....	17
图 23: 2018 年起境内外股权承销金额持续提升 .....	17
图 24: 2020 年起 IPO 收入市占率快速增长 .....	18
图 25: 2020 年起 IPO 单数市占率快速增长 .....	18
图 26: 2021 年公司 IPO 承销规模市场份额第一 .....	18
图 27: 2013 年起债券承销规模持续提升 (单位: 亿元) .....	18
图 28: 金融投资资产为公司资产主要构成 (单位: 亿元) .....	19
图 29: 2021 年自营投资以债券类投资和股票为主 (单位: 亿元) .....	19
图 30: 2018 年起公司自营投资收益率趋稳, 受市场影响的程度减弱 .....	21
图 31: 单季度直营投资收益率相对稳定, 受股债市场波动影响程度减弱 .....	21
图 32: 2020 年起自营净资产规模大于公司归母净资产 .....	22
图 33: 2018-2021 年公司自营部门杠杆水平相对稳定 .....	22
图 34: 资本中介业务服务的机构客户数量快速增长 .....	23
图 35: 客户衍生品需求旺盛, 应付客户保证金快速增长 .....	23
图 36: 2021 年下半年场外衍生品市场增速放缓 .....	23
图 37: 公司场外衍生品名义本金市占率维持 20% 以上 .....	23
图 38: 2020 年公司场外期权净收入行业第一 (单位: 百万元) .....	24
图 39: 2017 年起公司金融衍生工具名义本金规模快速增长 (单位: 亿元) .....	24
图 40: 2021 年另类 and PE 子公司合计利润贡献 14% .....	25
图 41: 2019 年起金石投资 ROE 优于样本公司中位数 .....	25
图 42: 2019 年起中信投资 ROE 优于样本公司中位数 .....	25
图 43: 融出资金增长, 市占率行业领先 .....	26
图 44: 股票质押规模持续压降 .....	26
图 45: 公司股价穿越牛熊, 震荡市/熊市/牛市三阶段均跑赢券商指数 .....	27
图 46: 2022 年以来公司估值有所回落 .....	28
图 47: 高盛手续费类收入占比低于摩根士丹利 .....	32
图 48: 2017 年起高盛和摩根士丹利 ROE 呈上升趋势 .....	32
表 1: 公司无实控人, 中国中信有限公司为第一大股东 .....	5
表 2: 前瞻性的战略指引公司业务实现超前布局 .....	6
表 3: 中信证券通过股权融资和并购重组实现快速扩张 .....	7
表 4: 管理层具有丰富的管理经验与从业经验 .....	7
表 5: 公司规模性指标长期位列行业首位 .....	9
表 6: 综合实力较强, 各业务收入排名保持行业领先地位 .....	10
表 7: 中信证券国际、中信证券投资、华夏基金为主要参控股公司 .....	11
表 8: 公司手续费净收入占比高于上市券商平均 .....	11
表 9: 2017-2021 年公司零售/机构客户数量复合增速分别实现 12%/33% .....	13
表 10: 公司代销保有规模行业领先 .....	14
表 11: 打造一站式财富管理平台, 财富管理能力持续提升 .....	15
表 12: 数量占 2% 的中高净值客户 (200 万以上) 贡献 30% 的 AUM .....	15
表 13: 公司非货和偏股 AUM 行业排名领先 .....	16
表 14: 公司国内国际业务排名领先 .....	17
表 15: 公司 IPO 储备量行业第一, 保荐代表人数行业第一 .....	18
表 16: 公司权益类投资和衍生品占比高于行业平均, 权益投资大部分或为场外衍生品风险对冲仓 .....	19
表 17: 公司其他债权投资占比较低, 财务数据更加透明 .....	20

表 18: 公司自营投资的股票或以对冲仓为主 .....	20
表 19: 公司自营投资收益率低于上市券商平均, 与头部券商平均相近 .....	21
表 20: 我们测算公司 2019-2021 场外衍生品收入贡献 7%/13%/12% .....	23
表 21: 目前场外衍生品业务一级交易商共有 8 家 .....	24
表 22: 投行实力较强, 科创板跟投次数市场第一 .....	25
表 23: 我们测算公司 2022Q1 区间科创板跟投浮亏 11 亿元 .....	26
表 24: 两融和股票质押业务风险可控 .....	26
表 25: 业务发展受相关风控指标限制 .....	27
表 26: 股价年度变化方向多与 EPS 变化方向一致, 2021 年公司配股压制估值导致股价下跌 .....	28
表 27: 不同市场行情公司股价均跑赢券商指数 .....	28
表 28: 盈利预测核心假设 .....	29
表 29: 预计 2022 年-2024 年公司归母净利润分别同比-1%/+28%/+18% .....	30
表 30: 公司估值具有安全边际 .....	31
表 31: 中信证券 2022 一季度 ROE 优于可比公司平均, PB (LF) 高于可比公司平均 .....	31
表 32: 近 4 年高盛手续费收入占比低于摩根士丹利, 平均 PB 低于摩根士丹利 .....	31

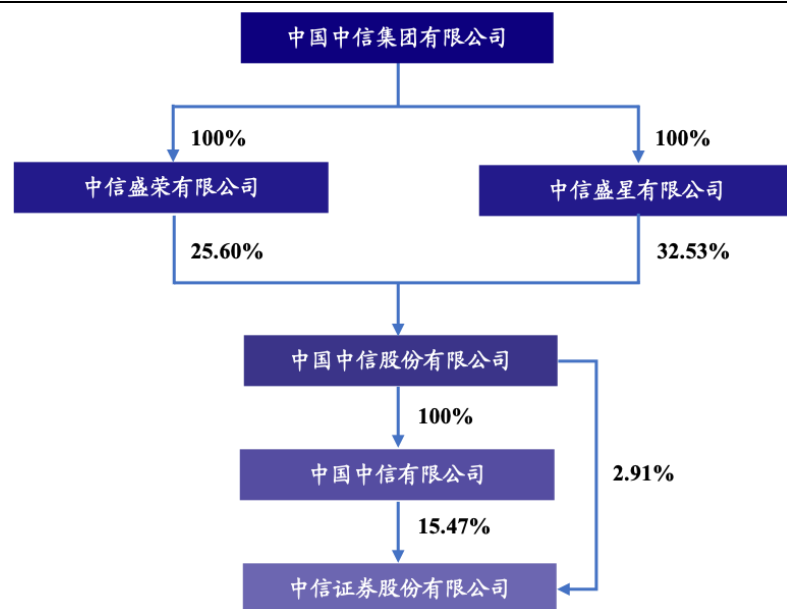
## 1、战略布局具有前瞻性，多项业务实力行业领先

### 1.1、战略超前，股权融资和并购重组助力规模扩张

中信证券前身系中信证券有限责任公司，于1995年10月25日成立，注册资本3亿元，于1999年12月29日增资扩股改制为中信证券股份有限公司。2003年中信证券于上交所上市交易，成为国内第一家IPO上市的证券公司；2011年在香港联交所挂牌上市，成为第一家A+H股上市的中资证券公司。公司无控股股东及实际控制人，第一大股东为中国中信有限公司，截至2021年末，第一大股东中信有限及其一致行动人持股18.38%。

2022年3月17日，中国中信金融控股有限公司（中信金控）的设立许可获批，中信金控作为中信集团的金融控股公司，承接旗下金融牌照和相关资产，并接受监管部门穿透监管。预计一个金控平台下牌照间的协同作用将进一步发挥，中信证券将扩大品牌效应，提升业务能力，优化客户服务。

图1：背靠中信集团，股东资源雄厚



资料来源：公司年报、开源证券研究所

表1：公司无实控人，中国中信有限公司为第一大股东

股东名称（全称）	期末持股数量（亿股）	比例（%）
香港中央结算（代理人）有限公司	22.77	17.62
中国中信有限公司	20.00	15.47
香港中央结算有限公司	5.85	4.53
广州越秀金融控股集团有限公司	5.45	4.21
广州越秀金融控股集团股份有限公司	2.65	2.05
中央汇金资产管理有限责任公司	1.78	1.38
中国建设银行股份有限公司—国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	1.66	1.29
大成基金—农业银行—大成中证金融资产管理计划	1.54	1.19
华夏基金—农业银行—华夏中证金融资产管理计划	1.44	1.12



股东名称（全称）	期末持股数量（亿股）	比例（%）
中欧基金—农业银行—中欧中证金融资产管理计划	1.40	1.08

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**战略前瞻性指引公司业务超前布局，充分享受行业红利。**公司在不同监管环境与竞争局势下提出的“大项目”、“大网络”、“大平台”、“国际化”战略前瞻性地调整业务发展方向，业务超前布局使得公司走在行业前沿，充分享受行业红利，持续巩固领先地位，提升核心竞争力。

**表2：前瞻性的战略指引公司业务实现超前布局**

时间	战略	背景	措施	成果
2000 年	扩张战略	相比于国内外券商，公司资本规模不占优势。	十五规划确定公司将主要通过上市、收购、合资等手段进行迅速扩张获得规模经济效益及特色优势业务等核心竞争力的扩张战略。2006 年末成为国内资本规模最大的证券公司。	(1) “大项目”战略应对融资市场的变化，在服务国企改革上市浪潮中推动投行业务进入领先行列。
2002 年	扩大投资银行业务规模，扩大营业网点覆盖区域	IPO 审批制转变为核准制；公司营业部数量少，竞争不占优。	(1) 调整投资银行业务发展战略，利用资本优势和技术优势吸引部分超大型企业作为客户，增强市场影响力。(2) 收购万通、金通证券，与建银投资共同发起设立中信建投以收购华夏证券的证券类资产，控股中信证券国际等一系列收购兼并以扩张销售网络。	(2) “大网络”战略应对行业竞争的变化，凭借行业内率先上市积累的资本优势择机收购扩张，扩大客户服务覆盖，确立了业务渠道优势。
2005 年	积极开展跨境业务	受海外投行和国内商业银行竞争压力加大。	积极筹备海外分支机构，2005 年成立中信证券（香港），2011 年港交所上市，2013 年收购里昂证券。	(3) “大平台”战略应对行业重资产属性的变化，收缩股票自营规模，发展直接投资和资本中介业务，搭建多元化买方业务平台。
2007 年	扩大资本规模，全面布局买方业务，加快国际化进程	金融业竞争加剧，行业国际投行进入中国的进程加快。	(1) 完成公开增发，募资 250 亿，扩大资本规模。(2) 资管业务开发了银行、信托、证券三方各合作模式，资管规模快速提升；完成对华夏基金和中信基金的全资收购；获首批直投业务试点，开展直接投资业务。(3) 与贝尔斯登全面战略合作。	(4) “国际化”战略应对客户跨境业务需求的变化，通过香港上市、境外收购，搭建起境内企业走出去、境外机构走进来的桥梁。
2012 年	向差异化竞争、多元化业务模式和以客户为中心三大方向转型	金融监管趋松，牌照业务同质化竞争激烈，金融创新市场化。	(1) 积极推动主营业务从同质化竞争转向差异化竞争。(2) 从以股为主的业务模式转向股债并重的多元化业务模式。(3) 从以产品为中心转向以客户为中心。	
2016 年	以成为“全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”为发展愿景	金融监管趋严，证券行业竞争更加激烈。	(1) 全方位完善与提升业务布局、管理架构、运行机制、考核体系。(2) 力争公司主要业务排名继续在国内居行业领先地位，并跻身亚太地区前列。(3) 对标国际一流投行，促进业务多元化、客户广泛化。	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权融资和并购重组双管齐下，快速实现全品种、全市场、全业务覆盖。公司自 2000 年确立扩张战略以来，通过 A+H 股 IPO、5 次再融资、多次并购重组，实现净资产、总资产、净利润快速提升，促进各项业务实现跨越式发展。

**表3：中信证券通过股权融资和并购重组实现快速扩张**

时间	事件	净资产 (亿元)	总资产 (亿元)	净利润 (亿元)
1995 年	中信证券有限责任公司成立			
1999 年	增资扩股并改制为中信证券股份有限公司	32	118	3.9
2003 年	<b>主板 IPO，募资 18 亿元以控股收购万通证券</b>	55	118	3.7
2004 年	收购万通证券	54	132	1.7
2005 年	收购金通证券	56	203	4.0
	与建银投资共同出资筹建中信建投，重组华夏证券			
2006 年	<b>A 股定向增发，募资 46.45 亿元以补充资本金（增发对象为中国人寿保险（集团）公司和中国人寿保险公司）</b>	125	639	24.3
2007 年	<b>A 股公开增发，募资 250 亿元以补充资本金（2006 年 11 月证监会出台的《证券公司风险控制指标管理办法》要求证券公司经营各类业务的资格条件与其净资本规模挂钩）</b>	516	1,897	123.9
	完成对华夏基金、中信基金的全资收购			
2008 年	收购深圳金牛期货经纪有限公司	552	1,369	73.1
2011 年	<b>港股 IPO，募资 104.7 亿元以收购海外研究平台与销售交易网络</b>	866	1,483	125.8
2013 年	收购里昂证券	877	2,714	52.4
2015 年	收购昆仑国际金融	1,391	6,161	198.0
	<b>H 股定向增发，募资 270.6 亿元以补充资本金</b>			
2019 年	收购广州证券	1,616	7,917	122.3
2020 年	<b>A 股定向增发，募资 134.60 亿元以收购广州证券</b>	1,817	10,530	149.0
2021 年	总资产、净资产、净利润创历史新高	2,092	12,787	231.0
2022 年	<b>A+H 配股，募资 272 亿元以补充资本金</b>	2,443	13,621	231.0

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：（1）除 2022 年净资产和总资产数据为 2022 一季报数据，其余为各年年报数据

（2）上述配股/增发选取时间为获配股票/新增股份的上市日

**管理层具有丰富的管理经验与从业经验。**在董事、监事及高级管理人员中，过半数人员在公司任职超过 20 年，管理层团队稳定。

**表4：管理层具有丰富的管理经验与从业经验**

姓名	职位	加入公司时间	从业经历
张佑君	执行董事	1995 年	硕士研究生学历，现任公司党委书记、执行董事、董事长、执行委员会委员。曾于 1995 年起任本公司交易部总经理、襄理、副总经理；于 1999 年 9 月至 2012 年 6 月获委任本公司董事；于 2002 年 5 月至 2005 年 10 月任本公司总经理；于 1998 年至 2001 年期间任长盛基金管理有限公司总经理；于 2005 年至 2011 年期间先后任中信
	董事长		
	执行委员会委员		

姓名	职位	加入公司时间	从业经历
			<p>建投总经理、董事长；2011年12月至2015年12月任中信集团董事会办公室主任；于2016年1月19日获委任为本公司执行董事，同期获选担任公司董事长；2020年4月至12月期间任中证国际有限公司董事。现兼任中信集团、中信股份及中信有限总经理助理，金石投资、中信证券投资、中信证券国际、中信里昂（即CLSA B.V.及其子公司）董事长，中信里昂证券董事，赛领资本管理有限公司、赛领国际投资基金（上海）有限公司董事，深圳市前海中证城市发展管理有限公司董事长。</p>
杨明辉	执行董事 总经理 执行委员会委员	1995年	<p>硕士研究生学历，高级经济师，现任公司党委副书记、执行董事、总经理、执行委员会委员。曾任本公司董事、襄理、副总经理；于2002年5月至2005年8月担任中信控股董事、常务副总裁，中信信托董事；于2005年7月至2007年1月任信诚基金管理有限公司董事长；于2005年8月至2011年10月任中国建银投资证券有限责任公司执行董事、总裁；于2016年1月19日获委任为本公司董事。现兼任华夏基金及华夏基金（香港）有限公司董事长。</p>
张长义	监事 监事会主席	2018年	<p>硕士研究生学历，现任公司党委副书记、监事会主席、工会主席。于1989年8月至1995年11月担任建设部教育司干部、科员、副主任科员，于1995年11月至1997年6月担任建设部办公厅主任科员、助理调研员，于1997年6月至2001年4月担任国务院办公厅秘书二局二秘（副处级）、副处长、一秘兼副处长（正处级），于2001年4月至2018年8月担任国务院办公厅正处级秘书、副局级秘书、正局级秘书。现亦任金石泽信董事长。</p>
史本良	财务负责人	2000年	<p>硕士研究生学历，现任公司党委委员、财务负责人、计划财务部行政负责人。曾任计划财务部资产管理业务核算会计、总账核算会计主管、B角、联席负责人等职务，现兼任华夏基金管理有限公司监事，中信金石基金管理有限公司、中信并购基金管理有限公司、金石泽信投资管理有限公司、安徽交控金石私募基金管理有限公司、深圳前海基础设施投资基金管理有限公司、信保（天津）股权投资基金管理有限公司董事。现亦任财政部第三届企业会计准则咨询委员会委员，中国证券业协会财务会计委员会委员。</p>
李 同	总司库	1996年	<p>硕士研究生学历，现任公司财务负责人、总司库、库务部行政负责人。曾任中国国际信托投资公司（中信集团前身）信息中心国际合作处经理，中信国际合作公司开发部经理，本公司债券部经理、资金运营部（后更名为库务部）副总经理、证券金融业务线行政负责人，中信证券国际董事。现兼任中信证券海外投资有限公司、中信期货、中证寰球融资租赁股份有限公司、CLSA Premium Limited、CITIC Securities International USA, LLC 董事。</p>
王俊锋	董事会秘书	1999年	<p>硕士研究生学历，现任公司董事会秘书、纪委副书记、党群工作部主任、总经理办公室行政负责人。曾任中国人民银行总行干部，中信证券经纪业务管理部副总经理，总经理办公室业务协调主管。</p>
宋群力	总工程师（首席信息官）	2016年	<p>本科学历，现任公司总工程师（首席信息官）、信息技术中心行政负责人。曾任北京康泰克电子技术有限责任公司软件科科长、华夏证券股份有限公司电脑中心总经理、中信建投经营决策会委员兼信息技术部行政负责人、中国民族证券有限责任公司副总裁、中信建投信息技术部董事总经理。现兼任中信证券信息与量化服务（深圳）有限责任公司执行董事、证通股份有限公司董事、中信证券华南首席信息官。</p>
张 皓	首席营销总监	1997年	<p>硕士研究生学历，现任公司首席营销总监，中信期货党委书记、董事长。曾任上海城市建设学院助教，中国建设银行上海市信托投资公司B股业务部负责人，公司上海B股业务部副总经理、上海复兴中路营业部总经理兼任上海管理总部副总经理、上海淮海中路营业部总经理、上海管理总部副总经理、上海分公司总经理。张先生</p>



姓名	职位	加入公司时间	从业经历
张国明	合规总监 首席风险官	2010 年	现兼任中国期货业协会兼职副会长、中证寰球融资租赁股份有限公司董事。 博士研究生学历，现任公司纪委副书记、合规总监、首席风险官、法律部行政负责人、风险管理部负责人。曾任河南省高级人民法院副庭长、庭长、审判委员会委员，最高人民法院法官。亦任中信期货及中信证券华南监事、金通证券合规总监。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

### 1.2、ROE 水平优于行业，多项业务排名第一

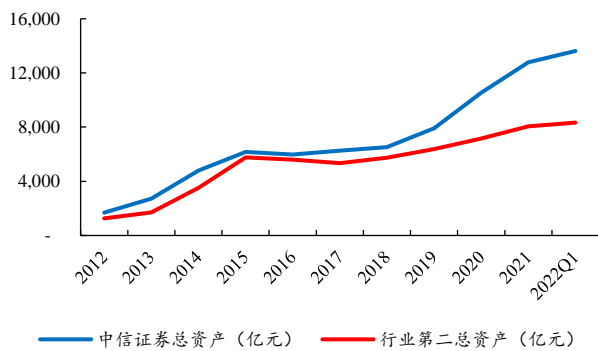
规模性指标长期位列行业首位，杠杆率以及手续费收入占比高于行业，驱动 ROE 持续领先。公司总资产、净资产、净利润指标长期排名行业第一，2022Q1 公司总资产/净资产分别达 13621/1738 亿元，同比+15%/+31%，其中公司总资产高于行业第二名 63%。2022Q1 公司归母净利润同比+1.2%，业绩表现优于上市券商平均。公司净利率相对稳定，杠杆率和手续费收入占比持续高于行业，进而驱动公司 ROE 领先。

表5：公司规模性指标长期位列行业首位

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
总资产	1	1	1	1	1
净资产	1	1	1	1	1
净资本	2	2	2	2	1
净利润	1	1	1	1	1

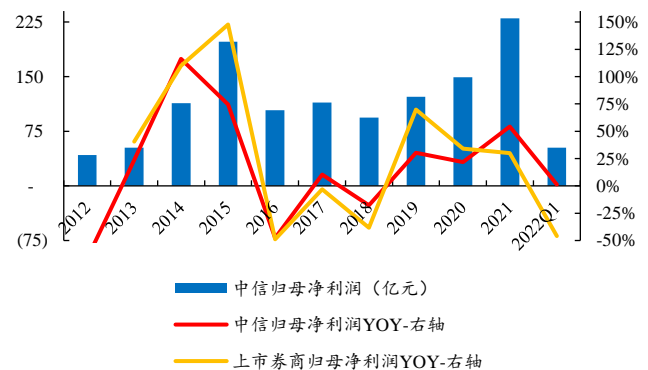
数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

图2：2019 年起总资产规模与行业第二名差距加大

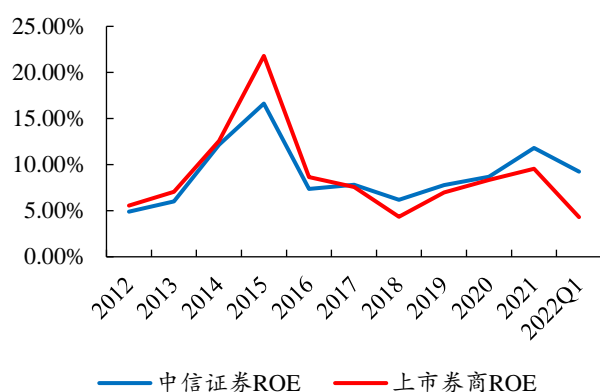


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

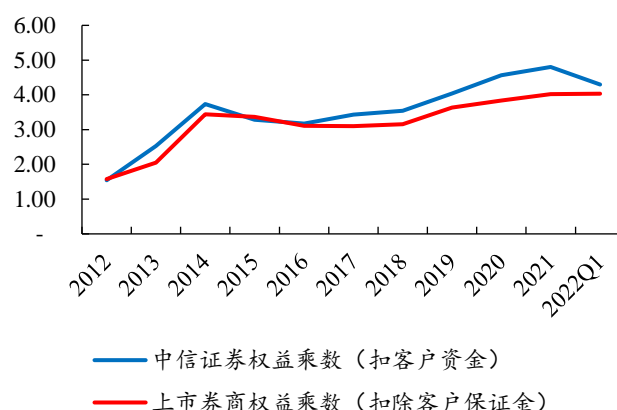
图3：2022Q1 公司归母净利润同比+1%优于行业



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

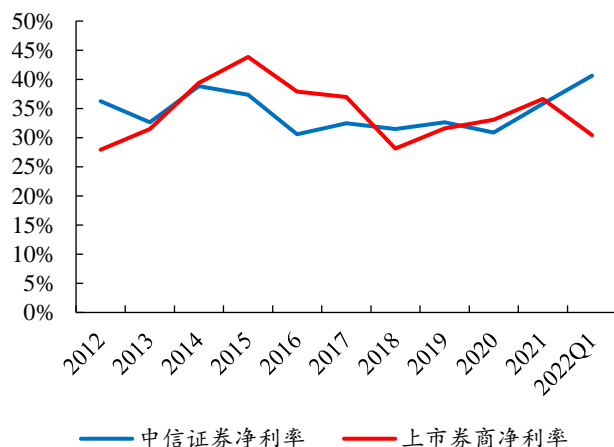
**图4：2017年起公司 ROE 高于行业**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

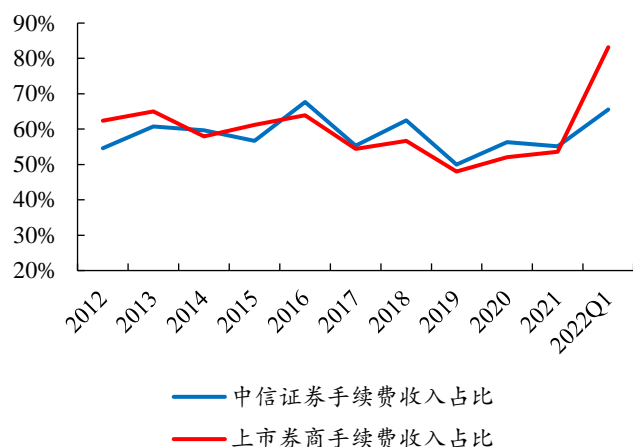
**图5：2016年起公司杠杆率持续高于行业**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：杠杆水平=（总资产-代理买卖证券款）/所有者权益

**图6：净利率相对稳定，2022Q1 公司净利率高于行业**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

**图7：2016-2021 年公司手续费收入占比高于行业**


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：2022Q1 上市券商自营投资亏损，导致手续费收入占比异常

**业务优势显著，多项业务行业排名第一。**经纪、投资银行、资产管理、融资融券等各项业务均保持市场领先地位，具有卓越的行业竞争力，多项业务收入稳居行业第一，积累了丰富的声誉和品牌优势。

**表6：综合实力较强，各业务收入排名保持行业领先地位**

业务	指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
证券经纪业务收入	代理买卖证券业务净收入（含席位）	2	2	2	1
	交易单元席位租赁净收入	1	1	1	1
	代销金融产品净收入	1	1	1	1
投行业务收入	投行业务净收入	1	2	1	2
	股票承销业务净收入	1	1	1	1
	债券承销业务净收入	1	3	3	3
	财务顾问净收入	1	1	1	1

业务	指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
资管业务	资管业务净收入	4	5	6	2
	融资类业务利息收入	1	1	1	1
利息净收入	融资融券业务利息收入	1	1	1	1
	证券投资收入	2	1	1	1

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

**表7：中信证券国际、中信证券投资、华夏基金为主要参控股公司**

公司名称	持股比例	主要业务	2021 净资产（亿元）	2021 净利润（亿元）
中信证券国际	100%	控股、投资	76.00	6.74
华夏基金	62.20%	基金募集、基金销售、资产管理	88.27	6.28
中信证券投资	100%	金融产品投资、证券投资	95.34	8.29
中信期货	100%	期货经纪、期货投资咨询	190.03	24.12
金石投资	100%	实业投资、投资咨询、管理	91.16	9.92
中信证券（山东）	100%	人身险和财产险、证券经纪	66.70	2.58
中信证券华南	100%	证券经纪、证券投资咨询	112.87	23.12
中信产业基金	35%	发起设立产业（股权）投资基金	51.36	1.84

资料来源：公司公告、开源证券研究所

调整后营收实现 9 年 CAGR21%，收入结构均衡，业务全面增长。2012-2021 年，公司调整后营收实现 9 年复合增速 21%。从收入结构看，公司整体业务结构保持均衡，各项业务均有所增长。

**表8：公司手续费净收入占比高于上市券商平均**

项目	中信证券						上市公司平均					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
经纪业务	23%	25%	20%	23%	22%	25%	25%	25%	22%	26%	27%	40%
投行业务	13%	12%	12%	14%	13%	14%	14%	13%	12%	13%	12%	18%
资管业务	16%	20%	15%	17%	18%	22%	10%	12%	9%	9%	10%	15%
利息净收入	7%	8%	5%	5%	8%	8%	11%	15%	12%	12%	12%	18%
大自营业务	38%	29%	45%	38%	37%	27%	35%	29%	40%	36%	35%	-1%
其他业务净收入	4%	6%	3%	2%	3%	5%	4%	6%	5%	4%	5%	10%
手续费收入占比	55%	62%	50%	56%	55%	66%	54%	57%	48%	52%	54%	83%
净利率	32%	32%	33%	31%	36%	41%	34%	25%	32%	33%	37%	30%
净利差（年化）	2.1%	0.9%	2.4%	2.1%	2.4%	1.2%	2.3%	1.5%	3.0%	3.2%	2.9%	0.0%

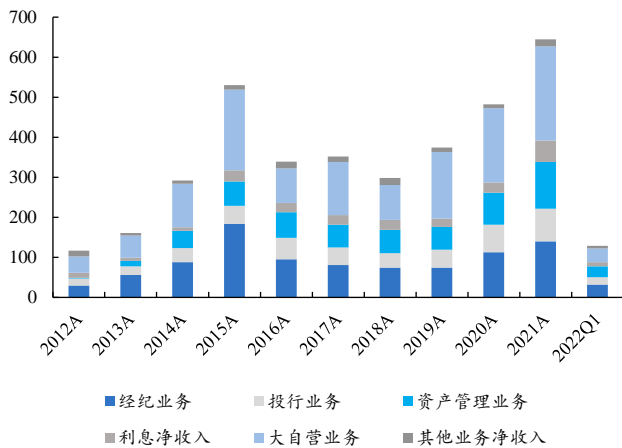
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）手续费收入包括经纪业务、投行业务、资管业务、其他业务净收入（2）大自营业务收入=投资收益+公允价值变动（3）其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本（4）净利差=生息资产收益率-付息债务成本率

（5）生息资产收益率=（利息收入+投资收益+公允价值变动损益）/（金融资产+长期股权投资+融出资金+买入返售金融资产）年初年末平均值

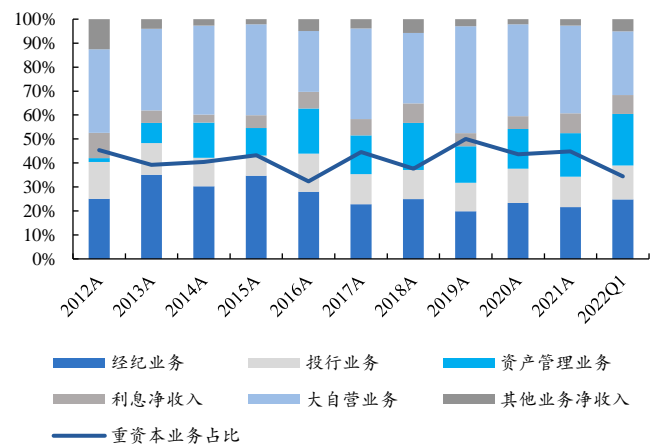
（6）付息债务成本率=（利息支出-代理买卖证券款利息支出）/（短期借款+应付短期融资款+拆入资金+卖出回购金融资产+长期借款+应付债券）年初年末平均值

图8：2012年起公司各项业务全面增长（单位：亿元）



数据来源：公司公告、中证协、开源证券研究所

图9：公司收入结构相对均衡



数据来源：公司公告、中证协、开源证券研究所

注：重资本业务占比=（利息净收入+大自营业务）/调整后营收  
调整后营收=营业收入-其他业务成本

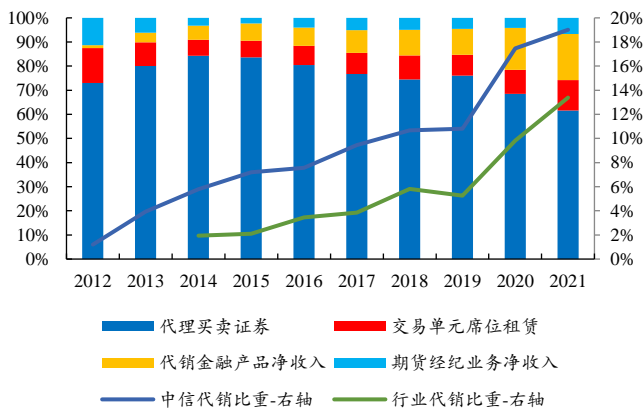
## 2、轻资本业务：财富管理转型领先，结构优化成长性凸显

### 2.1、财富管理：机构经纪驱动业务市占率提升，财富管理转型领先

**财富管理业务结构持续优化，非佣金类收入占比提升，成长性凸显。**公司财富管理业务实现多元化发展，结构持续优化，非佣金类收入占比持续提升，成长性有所显现。公司代理买卖证券业务收入占比由2012年的73%下降至2021年的62%，市场波动对财富管理业务的影响程度减弱。公司2021年代销金融产品收入占比19%，高于行业的13%。

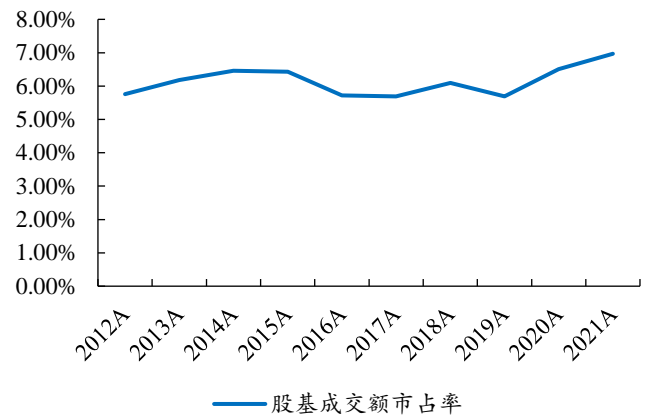
**机构经纪驱动整体经纪业务市占率提升。**2013年之前，公司凭借网点渠道优势，经纪业务市占率持续提升。2014-2019年业务同质化导致行业竞争加剧，公司经纪业务市占率小幅下降。2020年以来，整体经纪业务市占率有所提升，我们认为主要由机构经纪贡献增量。从公司代理买卖证券款结构来看，公司机构客户保证金占比高于行业，机构经纪业务比例高于行业。2019-2021年公司个人客户保证金市占率保持稳定，机构客户保证金市占率持续提升，连续3年保持上市券商第一，反映了机构经纪驱动公司整体经纪业务市占率提升。

图10：2014-2021 年公司代销收入占比提升，高于行业



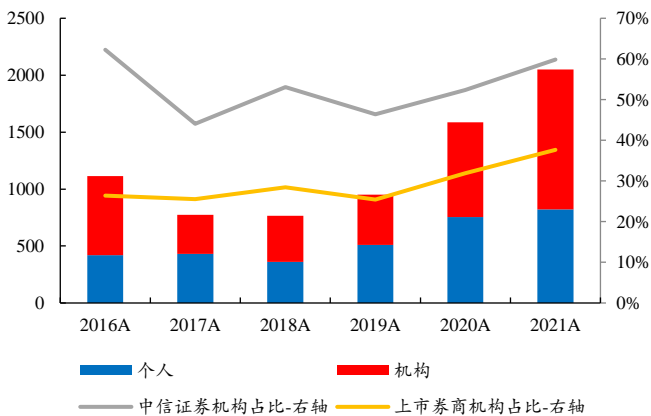
数据来源：公司公告、中证协、开源证券研究所

图11：2019 年起公司经纪业务市占率保持增长趋势



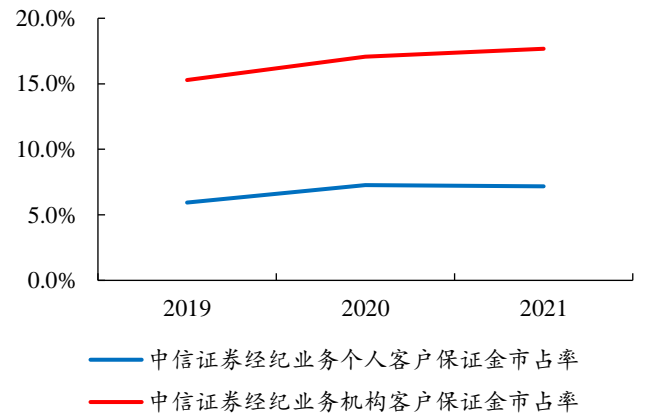
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2020 年起公司代理买卖证券款机构客户占比提升（单位：亿元）



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图13：2019 年起公司经纪业务机构客户保证金市场份额提升



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：（1）个人客户保证金指代理买卖证券款-经纪-个人；机构客户保证金指代理买卖证券款-经纪-机构

（2）上述市占率计算选取 2019-2021 年 40 家上市券商相关数据

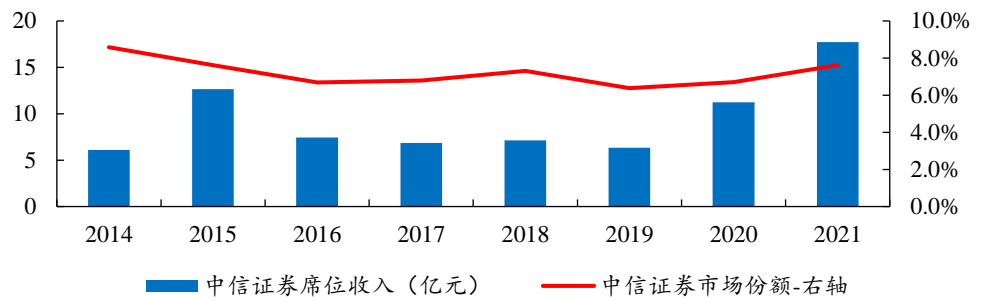
**机构客户数量快速增长，公募基金分仓收入第一。**2020、2021 年市场交投活跃，公司加大对银行理财子公司等重要增量客户的服务力度，服务客户数持续提升，2017-2021 年公司零售/机构客户数量分别为 1200 万/10.2 万户，复合增速 12%/33%。2020 年以来，公司席位租赁收入持续提升，市占率有所提升。据中证协数据，公司 2014-2020 年席位租赁收入连续七年保持行业第一。

表9：2017-2021 年公司零售/机构客户数量复合增速分别实现 12%/33%

客户数（万户）	2017	2018	2019	2020	2021
零售客户	770	820	870	1000	1200
机构客户	3.3	3.4	3.7	7.7	10.2
合计	773.3	823.4	873.7	1007.7	1210.2

数据来源：公司公告、开源证券研究所



**图14：席位租赁收入排名稳居市场第1**


数据来源：公司公告、中证协、Wind、开源证券研究所

**财富管理转型持续深化，代销收入行业第一，代销保有规模行业领先。**中信证券在2018年将经纪业务发展与管理委员会，更名为财富管理委员会，从以业务为中心向以客户为中心转变，启动向财富管理转型，推进三个驱动引擎的建设，分别为产品驱动、科技驱动和人才驱动。2021年公司代销金融产品净收入26.6亿，同比+35%，行业排名第一。代销保有规模行业领先，2021年末公募及私募基金保有规模超过人民币3,800亿元，同比+26%，较2018年末增长2.6倍。据中基协数据，截至2022Q1末公司代销公募偏股基金/非货基金保有规模1163/1316亿，行业排名分别为第2/2名。

**表10：公司代销保有规模行业领先**

单位：亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
偏股 AUM	1298	1184	1095	1048	1163
非货 AUM	1315	1221	1135	1158	1316
偏股基金市占率	1.85%	1.50%	1.37%	1.21%	1.55%
非货基金市占率	1.06%	0.89%	0.78%	0.72%	0.87%
偏股 AUM 在券商行业排名	1	1	1	1	2
非货 AUM 在券商行业排名	1	1	1	1	2

数据来源：中基协、开源证券研究所

注：2022Q1 券商代销保有 AUM 和市占率提升由于统计口径变化所致，保有规模包括交易所场内基金及公募规范的券商大集合产品

**打造一站式财富管理平台，财富管理能力持续提升。**公司形成了相对科学、成熟的产销体系，拥有行业内领先的产品销售能力；理顺了从总部到分支的财富管理推动体系，自主打造了集“产品销售、投资顾问和资产配置”为一体的财富管理平台；正式上线财富管理账户体系，“1+1+N”的客户服务体系日趋成熟；完善财富配置投资产品体系，培养财富管理专业队伍。公司以搭建专属的财富管理账户为基座，以打造财富管理配置能力为核心，境内外协同，持续提升服务全国全球客户的能力。

**数量占2%的中高净值客户贡献30%AUM，基金投顾业务AUM超70亿。**2021年公司财富管理业务托管客户资产规模11万亿，同比+29%，200万/600万以上资产客户资产规模达1.8/1.5万亿，分别同比+21%/+19%。中高净值客户19.3万户（占比2%）贡献30%的AUM。自2021年11月1日公募基金投资顾问业务上线以来，两个月内累计签约客户超过9万户，签约客户资产超过70亿元。

表11：打造一站式财富管理平台，财富管理能力持续提升

驱动因素	具体内容
产品	公司关注建立丰富的财富管理底层标的，通过专业化产品管理能力，帮助客户实现中长期收益
科技	公司落实以产品为中心，向客户为中心的抓手和基础设施，使得传统的网点可以持续地实现线上化、移动化、场景化和生态化
人才	人才作为财富管理发展的核心竞争力，据中注协数据，截至 2022 年 6 月 12 日中信证券(含中信山东、中信华南)注册投顾人数 5208 人，位居行业首位

资料来源：公司公告、开源证券研究所

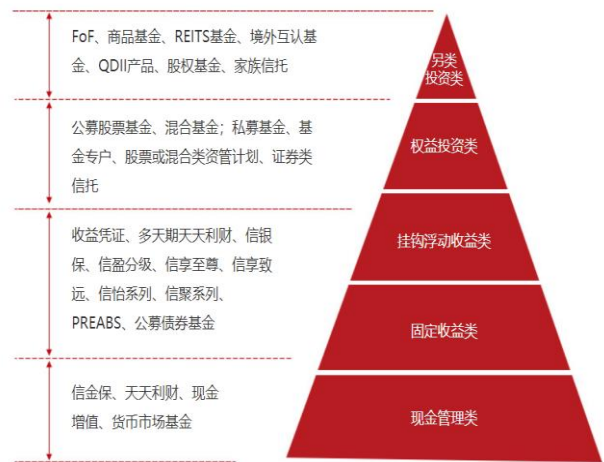
图15：财富管理服务体系全面

财富客户服务体系



资料来源：中信证券公司官网

图16：金融产品体系丰富



资料来源：中信证券公司官网

表12：数量占 2%的中高净值客户（200 万以上）贡献 30%的 AUM

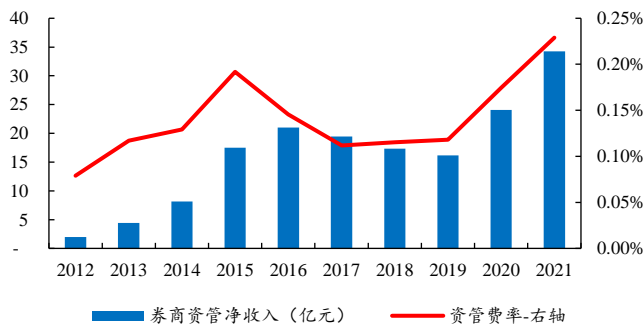
单位：万亿元	2020	2021H1	2021
客户数（万户）	1,090	1,140	1200
全部 AUM	8.5	9.7	11
200 万元以上资产财富客户数量（万户）	12.6	14.0	15.8
200 万元以上资产客户 AUM	1.5	1.7	1.8
600 万元以上资产高净值客户数量（万户）	2.7	3.1	3.5
600 万元以上资产客户 AUM	1.3	1.4	1.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、资管：主动管理转型领先，华夏基金 AUM 稳健增长

**中信资管：主动管理转型领先，管理费率提升。**2020 年起管理费率有所提升，主动管理转型优化结构，驱动管理费率提升。2021 年公司主动管理资产月均规模达 1.05 万亿元，占全部资产管理月均规模 89%，主动管理规模行业第一。

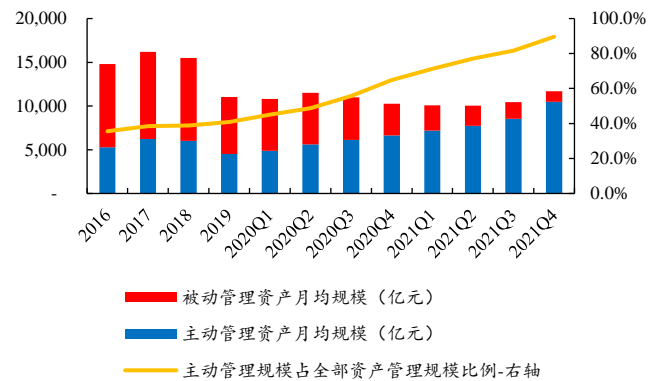
图17：2020年起券商资管管理费率有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：管理费率=券商资管净收入/平均资产管理规模

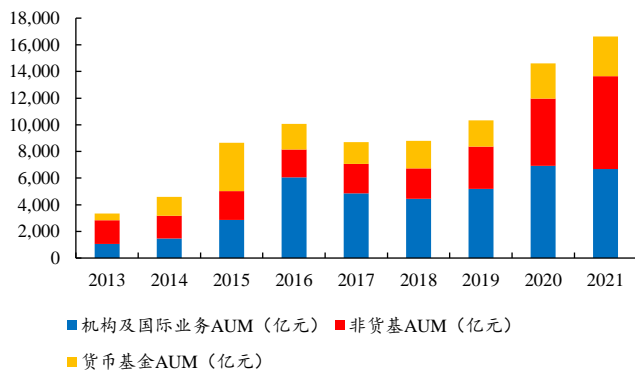
图18：2016年起主动管理规模占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

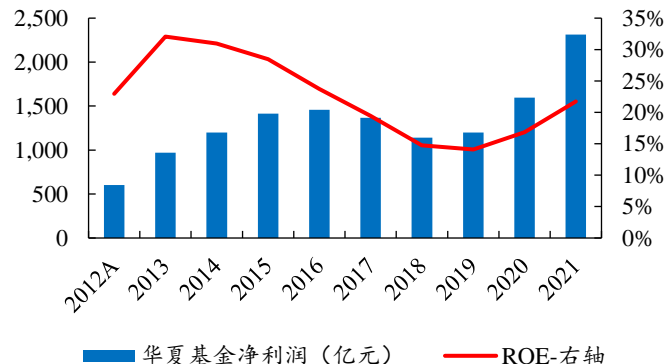
**华夏基金：业务结构多元，业绩表现具有韧性，指数基金 AUM 行业第一。**公司持股华夏基金 62%，2021 年华夏基金归母净利润 23 亿，同比+44.7%，实现 2012-2021 年 9 年复合增速 16%。2019 年起 AUM 稳健增长，驱动业绩提升。业务结构多元，机构及国际业务 AUM 占比较高，在 2018-2019 年市场下跌时业绩表现具有韧性，ROE 较为抗跌。华夏基金具有指数型基金特色，2022Q1 末指数型基金 AUM2595 亿，行业排名第一，占非货 AUM 比重 40%。

图19：2019年起非货基 AUM 快速增长



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图20：2012-2021 年华夏基金 ROE 维持在 14%以上

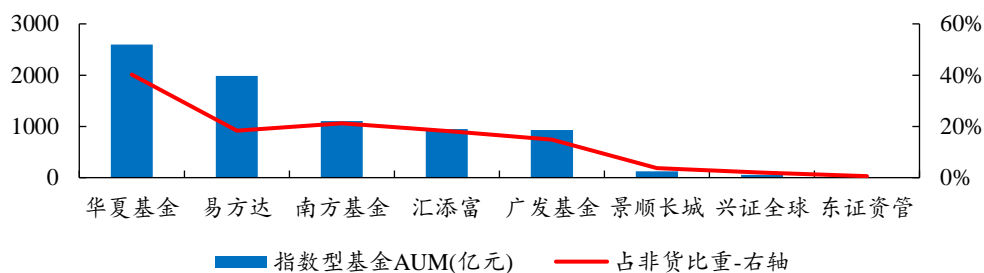


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表13：公司非货和偏股 AUM 行业排名领先

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
公募基金	AUM	2192	2282	3111	5777	3998	3845	4342	5137	7693	9617
	排名	1	1	2	2	4	8	9	8	5	6
非货币型基金	AUM	1717	1784	1707	2146	2077	2225	2269	3166	5039	6961
	排名	1	1	1	2	4	3	3	3	3	2
偏股型基金	AUM	1428	1501	1461	1781	1706	1870	1785	2206	3767	4776
	排名	1	1	1	2	1	2	1	2	3	2

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图21：2022Q1 末华夏基金指数型基金 AUM 行业第一，占非货 40%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

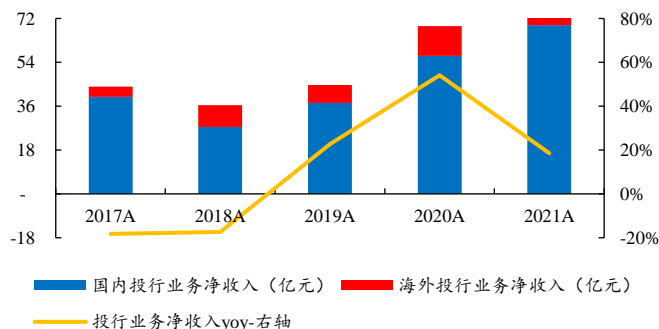
### 2.3、投行：行业头部集中化延续，公司保持领先地位

国内、国际投行业务均排名领先，人力与项目储备丰富。(1) 行业头部集中趋势明显。2021 年国内投行 IPO 承销规模 CR6 为 57%，行业头部集中化明显。自 2019 年科创板注册制以来，“三中一华” IPO 合计承销规模、单数和收入方面市场份额均高于 2018 年之前的水平（2018 年 IPO 核准趋严，监管“重质不重量”更加凸显头部券商优势）。(2) 公司股权融资和债券融资承销规模连续多年行业第一。2021 年公司 IPO 承销规模 850 亿元，市占率达 16%，境内股权融资主承销金额连续 6 年市场排名第一。境外股权项目承销金额持续提升，2021 年公司完成 53 单境外股权项目，承销金额合计 79.35 亿美元，同比+51%。其中，香港市场 IPO 项目 22 单，承销金额 23 亿美元；再融资项目 14 单，承销金额 42 亿美元，香港市场股权融资业务排名中资证券公司第二。(3) 项目与人力储备丰富。公司 IPO 储备量 92 家，保荐代表人数 535 人，项目储备与人力均位列行业第一，将进一步巩固公司投行业务领先地位。

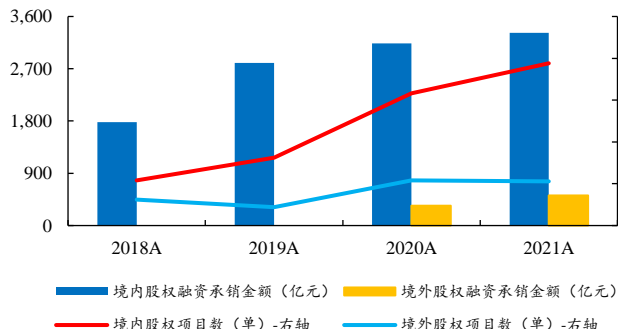
**表14：公司国内国际业务排名领先**

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021
境内股权融资主承销金额	1	1	1	1	1	1
债务融资业务承销金额	2	1	1	1	1	1
A 股重大资产重组交易金额	1	1	2	1	1	1
香港市场股权融资业务承销金额	1	未披露	未披露	未披露	2	2
涉及中国企业全球并购交易金额	2	2	2	未披露	2	1

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图22：2019 年起投行业务净收入快速增长**


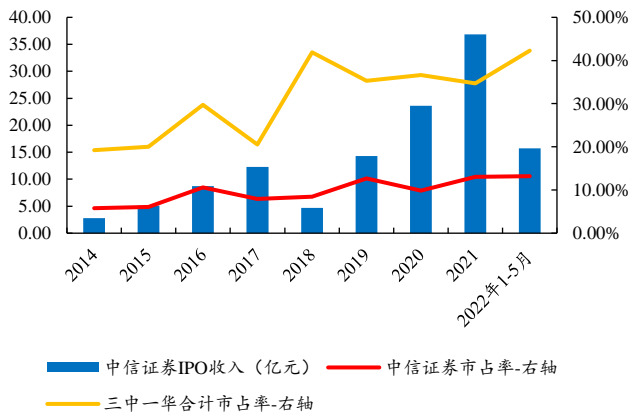
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图23：2018 年起境内外股权承销金额持续提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：(1) 公司未披露 2018、2019 年境外股票融资承销金额  
(2) 境外股权融资项目规模以 1 美元=6.5 人民币汇率换算。

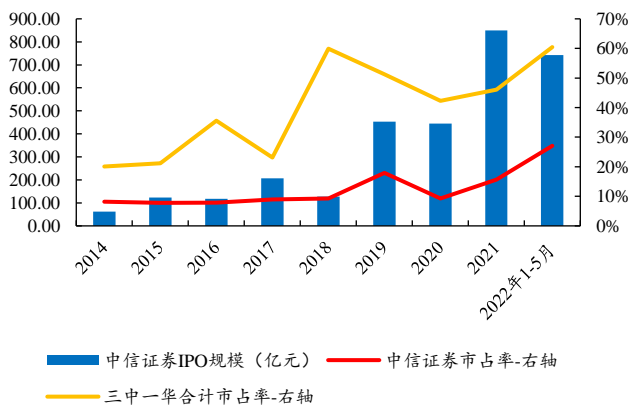
图24：2020年起IPO收入市占率快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

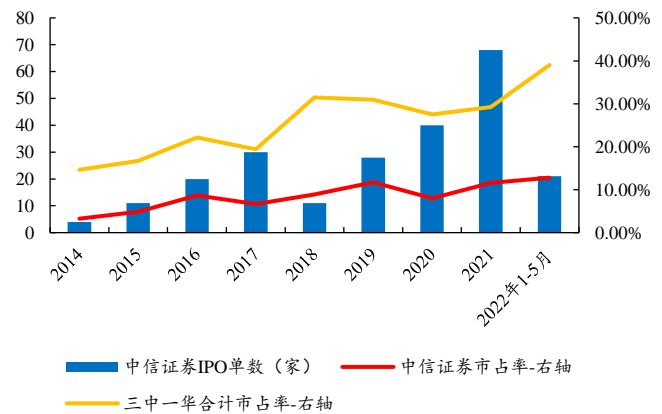
注：“三中一华”包括中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券

图26：2021年公司IPO承销规模市场份额第一



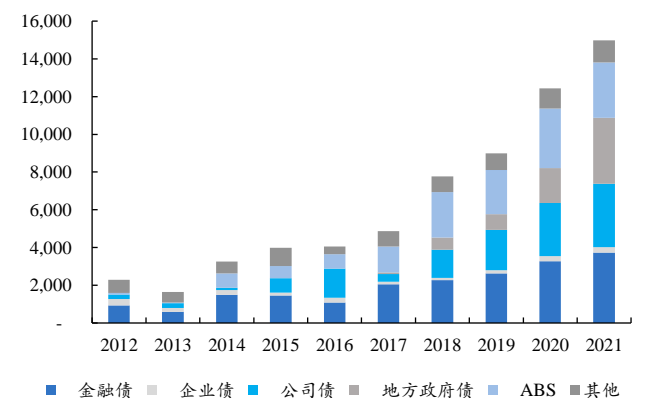
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2020年起IPO单数市占率快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2013年起债券承销规模持续提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：其他类包含短期融资券、中期票据、定向工具、国际机构债和项目收益票据

表15：公司IPO储备量行业第一，保荐代表人数行业第一

保荐机构	合计	主板	创业板	科创板	北交所	保代人数
中信证券	92	28	41	21	2	535
中信建投	72	20	35	14	3	507
国泰君安	50	21	16	10	3	281
中金公司	45	5	20	19	1	449
海通证券	44	8	24	11	1	325
华泰证券	43	8	23	11	1	340
民生证券	41	13	24	4		301
国金证券	29	9	15	4	1	227
申万宏源	27	6	7	3	11	212
长江证券	26	5	17	2	2	98

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）数据截至2022年6月7日。（2）储备项目包括证监会已受理后流程的项目，不包括辅导备案登记受理状态。

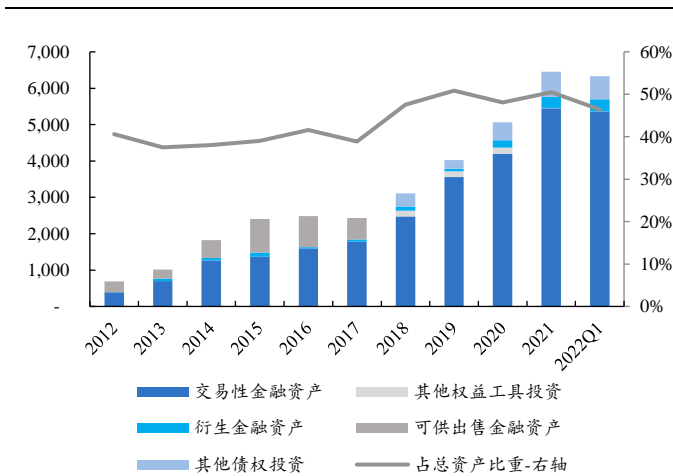


### 3、重资本业务：资本中介为主，场外衍生品业务行业领先

#### 3.1、自营投资稳健，风险敞口较小，资产透明度较高

**自营投资结构：**自营投资以债券类为主，权益投资或以非方向性为主，整体风险敞口较小，资产透明度较高。公司金融投资资产结构是总资产主要构成，2022Q1 占比 46%。公司自营投资结构以债券类投资为主，权益类金融资产占比高于行业平均，权益类投资或以非方向性为主。2019-2021 年公司其他债权投资占比持续低于行业平均，金融投资资产主要以交易性金融资产为主，资产数据透明度相对较高。

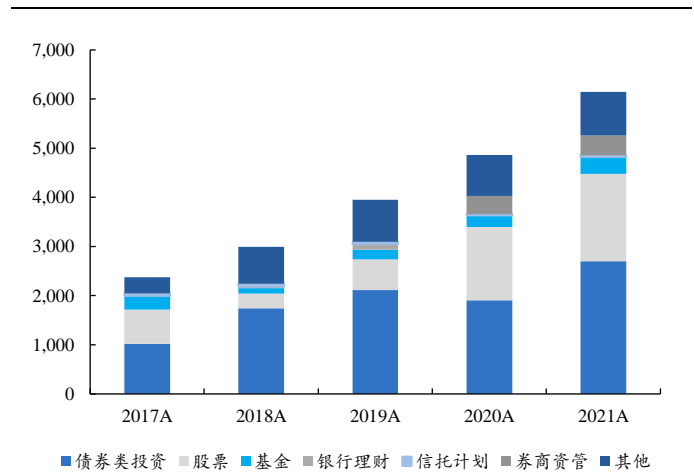
图28：金融投资资产为公司资产主要构成（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2018 年 1 月 1 日实行新金融工具会计准则，金融工具重新分类和计量。

图29：2021 年自营投资以债券类投资和股票为主（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：债券类投资包括其他债权投资和交易性金融资产中的债券

表16：公司权益类投资和衍生品占比高于行业平均，权益投资大部分或为场外衍生品风险对冲仓

证券简称	债券类投资占比			权益类投资占比			衍生品占比			其他占比		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
中信证券	53%	38%	42%	19%	33%	28%	1.8%	4.0%	4.8%	26%	26%	26%
海通证券	54%	49%	57%	16%	19%	17%	0.6%	0.7%	0.4%	29%	31%	25%
广发证券	67%	72%	62%	9%	10%	9%	0.0%	0.1%	0.2%	24%	17%	29%
招商证券	75%	70%	63%	10%	12%	8%	0.9%	0.8%	1.0%	13%	17%	28%
国泰君安	59%	56%	51%	14%	13%	11%	0.2%	0.7%	1.2%	27%	30%	37%
华泰证券	69%	61%	45%	15%	22%	31%	0.7%	2.3%	4.0%	15%	14%	21%
中金公司	52%	40%	35%	35%	37%	36%	2.2%	4.1%	4.1%	11%	19%	25%
中信建投	65%	67%	63%	10%	10%	11%	0.7%	0.9%	1.2%	25%	22%	25%
8 家券商平均	62%	57%	52%	16%	20%	19%	0.9%	1.7%	2.1%	21%	22%	27%
上市券商平均	69%	66%	65%	10%	11%	9%	0.0%	0.1%	0.2%	18%	22%	23%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：债券类投资包括其他债权投资和交易性金融资产中的债券，权益类投资包括其他权益工具投资和交易性金融资产中的股票

**表17：公司其他债权投资占比较低，财务数据更加透明**

证券简称	其他债权投资占比		
	2019 年	2020 年	2021 年
中信证券	6%	10%	11%
海通证券	4%	5%	14%
广发证券	52%	60%	47%
招商证券	24%	20%	13%
国泰君安	23%	23%	19%
华泰证券	1%	2%	2%
中金公司	14%	13%	12%
中信建投	25%	24%	23%
<b>8 家券商平均</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>
<b>上市券商平均</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：（1）其他债权投资占比=其他债权投资/大自营金融资产

（2）大自营金融资产=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产+其他债权投资

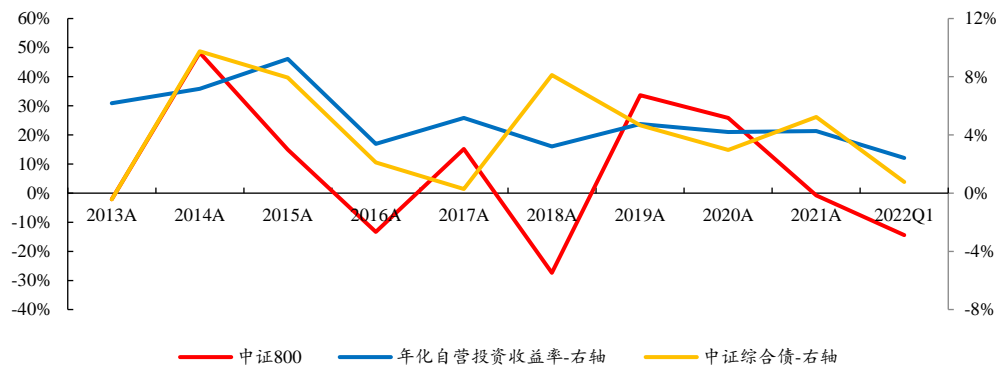
公司股票投资或以场外衍生品风险对冲仓为主。公司交易性资产中的股票大部分或为对冲场外衍生品业务风险而持有相关标的仓位，此部分资产公允价值变动由客户承担，对公司损益影响较小。中信证券与中金公司在场外衍生品业务居行业领先地位，二者业务发展曲线相似，假设中信证券与中金公司金融资产股票的头寸为场外衍生品交易对冲仓比例一致，2019-2021 年公司 89%/85%/85%股票头寸为场外衍生品交易的对冲仓。

**表18：公司自营投资的股票或以对冲仓为主**

单位：亿元	中金公司					中信证券				
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021
交易性金融资产规模	970	1,148	1,682	2,476	3,012	1,782	2,474	3,553	4,200	5,453
交易性金融资产中的股票	389	272	697	1,109	1,277	539	300	622	1,488	1,776
股票占交易性金融资产比重	40%	24%	41%	45%	42%	30%	12%	17%	35%	33%
用于场外衍生品业务风险对冲的股票	378	236	621	947	1,084	523	261	554	1265	1510
股票对冲仓位比例	97%	87%	89%	85%	85%	97%	87%	89%	85%	85%

数据来源：中金公司招股书、各公司公告、开源证券研究所

**自营投资收益率：2018 年起公司自营投资收益率受市场影响减弱，整体趋于稳定。**随着公司自营投资资产结构多元化，自营投资收益率趋于稳定，受股票和债券市场波动的影响减弱，2018 年后单季度自营投资收益率在 0.5%-1.7%区间，潜在加杠杆能力较强。公司自营投资收益率低于上市券商平均，与头部券商平均自营投资收益率相近，或由于公司自营投资资产规模较大所致，其中 2021 年公司自营投资收益 245 亿，同比+29%，自营投资收益率达 4.26%，高于头部券商平均。

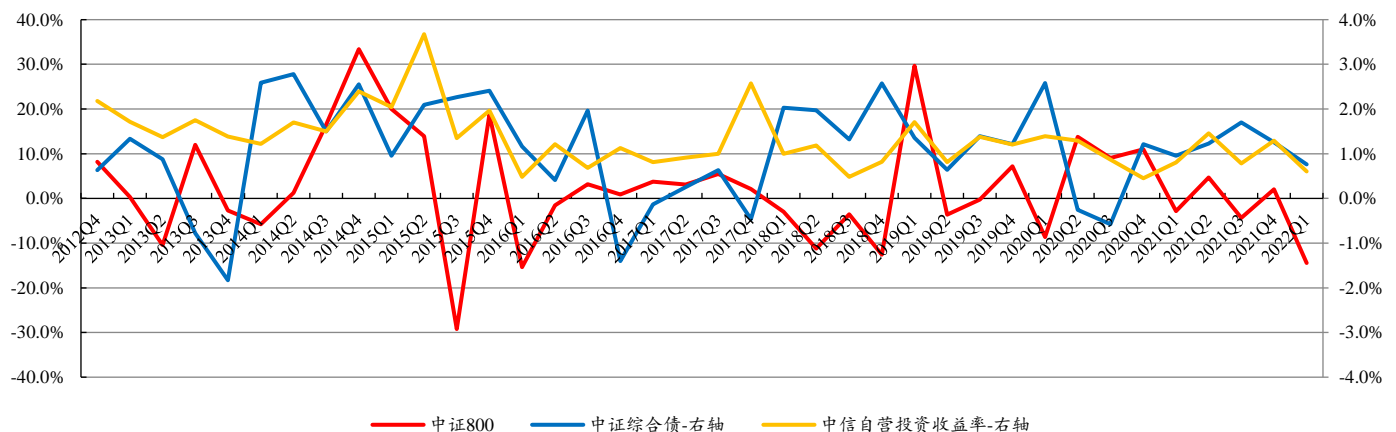
**图30：2018年起公司自营投资收益率趋稳，受市场影响的程度减弱**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：(1) 年化自营投资收益率=（投资收益+公允价值变动-联营+其他债权投资利息收入）/平均金融资产规模

(2) 金融资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+其他债权投资

(3) 2022Q1 的其他债权投资利息收入为测算值

**图31：单季度直营投资收益率相对稳定，受股债市场波动影响程度减弱**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：(1) 自营投资收益率=（投资收益+公允价值变动-联营+其他债权投资利息收入）/平均金融资产规模

(2) 金融资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+其他债权投资

(3) 各年份第一、三季度其他债权投资利息收入为测算值

**表19：公司自营投资收益率低于上市券商平均，与头部券商平均相近**

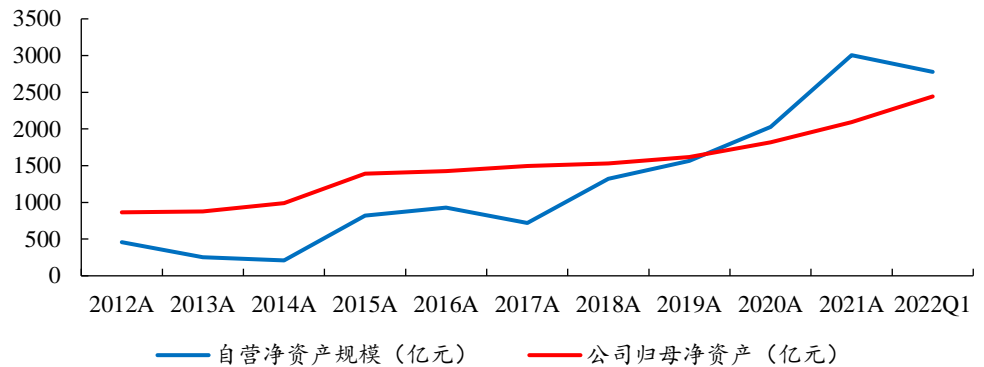
自营投资收益率	2019 年	2020 年	2021 年
中信证券	4.74%	4.19%	4.26%
top6 券商平均	4.83%	4.22%	4.04%
上市券商平均	6.57%	5.32%	4.82%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：top6 券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、广发证券

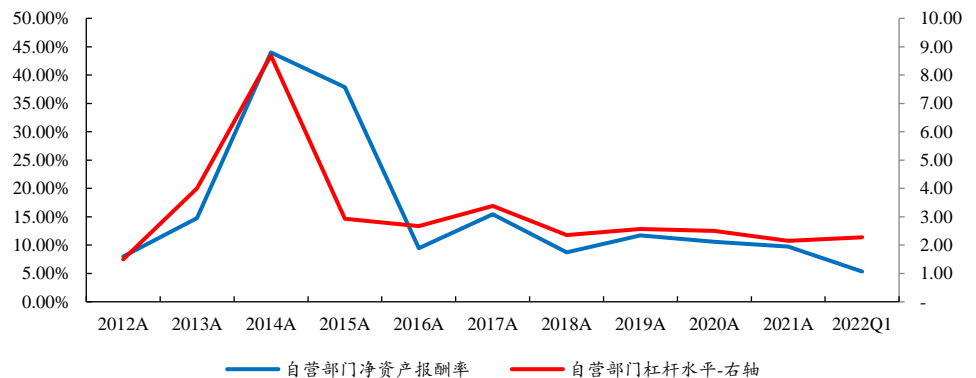
**2018-2021 年公司自营部门杠杆水平相对稳定。**自营业务具有两层杠杆结构：(1) 公司层面通过债务融资加杠杆。(2) 自营业务部门在展业中加杠杆，主要以卖出回购金融资产的方式加杠杆。2020-2021 年自营净资产规模大于公司归母净资产，说明公司层面对自营业务进行了加杠杆。2018-2021 年公司自营部门杠杆水平维持在 2.1-2.6 区间，部门层面杠杆水平相对稳定，自营部门杠杆率近 4 年平均为 2.4 倍，自营部门净资产报酬率近 4 年平均为 10.2%。

**图32：2020 年起自营净资产规模大于公司归母净资产**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图33：2018-2021 年公司自营部门杠杆水平相对稳定**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

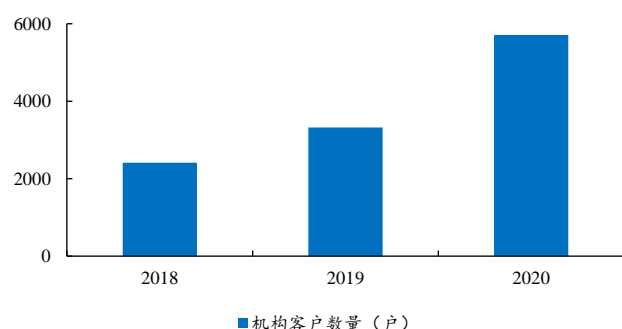
注：(1) 自营部门净资产报酬率（不考虑公司杠杆）=（投资收益+公允价值变动-联营合营投资收益+其他债权投资利息收入）/平均自营净资产规模 (2) 2022Q1 的其他债权投资利息收入为预测值

(3) 自营净资产规模=自营投资资产规模-自营投资负债规模

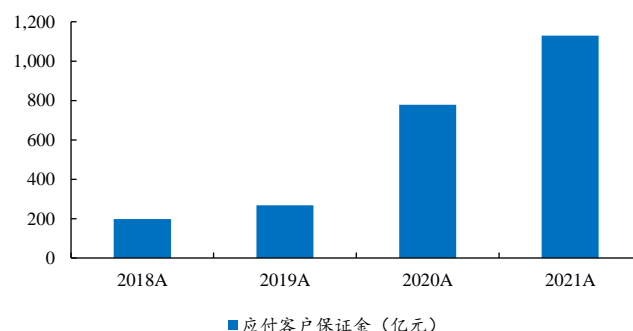
(4) 自营投资资产规模=交易性金融资产+其他权益工具投资+衍生金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+其他债权投资

(5) 自营投资负债规模=交易性金融负债+衍生金融负债+卖出回购金融资产

**用表能力较强，机构客户数快速增长。**公司利用自身资产负债表，通过产品设计满足客户投融资需求的一类业务，包括融资融券、股票质押、收益互换、股权衍生品、大宗商品衍生品、做市交易、跨境交易等业务，此类客需业务具有风险中性的特点，市场波动下盈利更加稳定。公司充分满足客户个性需求，以客户为中心开展一系列创新业务，为公司发展注入新动能。2018 年起资本中介业务服务客户数量持续增长，应付账款中客户保证金快速增长侧面证明衍生品业务需求旺盛。

**图34：资本中介业务服务的机构客户数量快速增长**


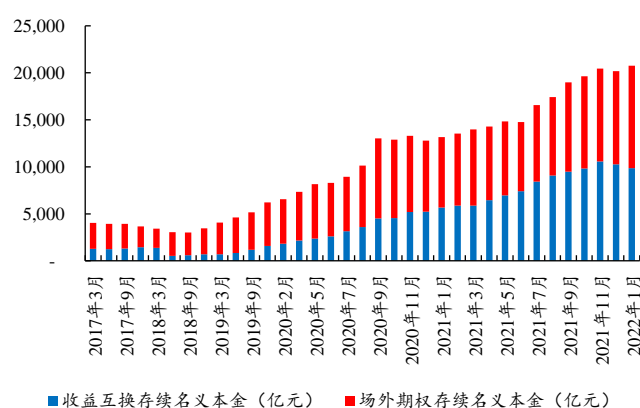
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图35：客户衍生品需求旺盛，应付客户保证金快速增长**


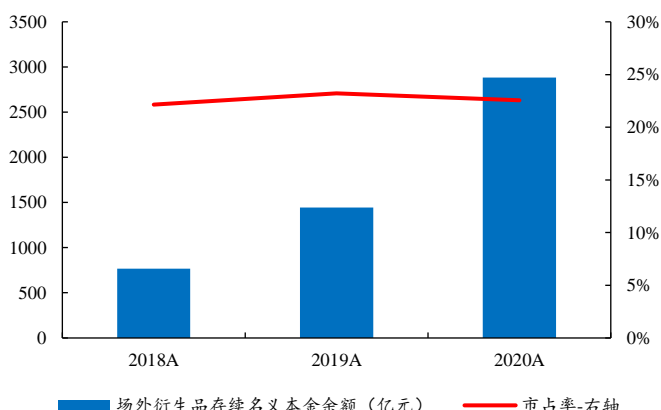
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、场外衍生品：竞争优势明显，业务规模与收入行业领先

**场外衍生品：**我们测算 2019-2021 年场外衍生品收入贡献为 7%/13%/12%。(1) **场外衍生品市场集中度较高。**主要场外衍生品业务包括场外个股期权、场外股指期货和场外收益互换，需要券商有较强风险定价能力和资本金实力以设计产品并进行对冲，具有一定门槛。市场集中趋势明显，头部券商市场份额占比较高，2020 年 11 月末场外衍生品存续名义本金 CR5 为 69.2%。(2) **中信证券业务规模和收入行业领先。**公司作为场外衍生品一级交易商，产品种类丰富，业务规模最大。从业务规模来看，公司金融衍生工具名义本金快速增长。据中证协披露，公司 2020 年 11 月场外期权和场外互换存续名义本金市占率分别为 33%/17%，均为行业第一。2020 年末，公司场外衍生品存续名义本金市占率达 23%。从业务收入来看，公司 2020 年场外期权净收入 15 亿(经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本)，同比+120%，行业排名第一。假设公司场外衍生品占交易性金融资产股票的收益率为 5%，我们测算公司 2019-2021 年场外衍生品收入 28/63/75 亿，占调整后营收比重为 7%/13%/12%。

**图36：2021 年下半年场外衍生品市场增速放缓**


数据来源：中证协、开源证券研究所

**图37：公司场外衍生品名义本金市占率维持 20% 以上**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表20：我们测算公司 2019-2021 场外衍生品收入贡献 7%/13%/12%**

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
交易性金融资产规模	539	300	622	1,488	1,776
交易性金融资产中的股票	523	261	554	1265	1510
场外衍生品收益率	5%	5%	5%	5%	5%

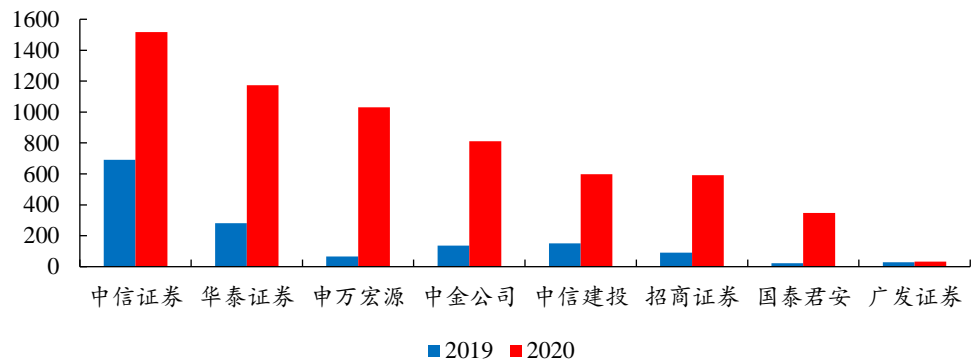


单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
场外衍生品收入	26	13	28	63	75
YOY		-50%	112%	128%	19%
调整后营收	352	298	375	483	645
场外衍生品收入占比	7%	4%	7%	13%	12%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：场外衍生品收益率=场外衍生品收入/对冲仓股票

图38：2020 年公司场外期权净收入行业第一（单位：百万元）



数据来源：中证协、开源证券研究所

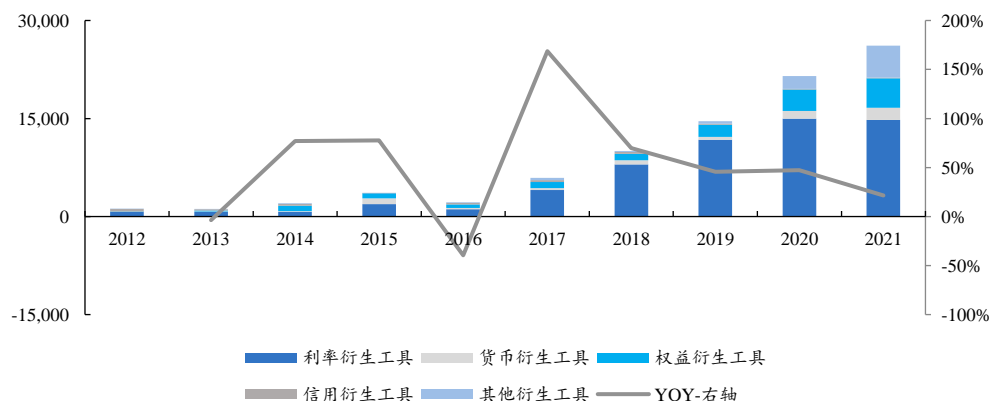
注：基于柜台与机构客户对手方交易业务收入=经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本

表21：目前场外衍生品业务一级交易商共有 8 家

场外衍生品业务资质	名单
一级交易商	国泰君安、广发证券、中信建投、中信证券、招商证券、华泰证券、中金公司、申万宏源
二级交易商	开源证券、东海证券、高华证券、西南证券、国元证券、华创证券、长江证券、华宝证券、华鑫证券、瑞银证券、东北证券、东方财富证券、信达证券、中泰证券、中银证券、天风证券、安信证券、东莞证券、国联证券、山西证券、华福证券、光大证券、南京证券、东兴证券、方正证券、长城证券、兴业证券、国金证券、华安证券、东吴证券、国信证券、财通证券、中国银河、东方证券、平安证券、浙商证券、海通证券

资料来源：Wind、开源证券研究所

图39：2017 年起公司金融衍生工具名义本金规模快速增长（单位：亿元）

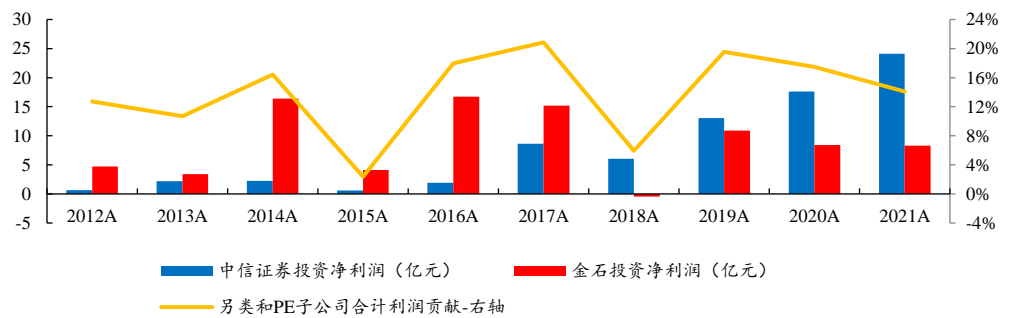


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、直投和跟投：受市场影响较大，ROE 优于行业平均

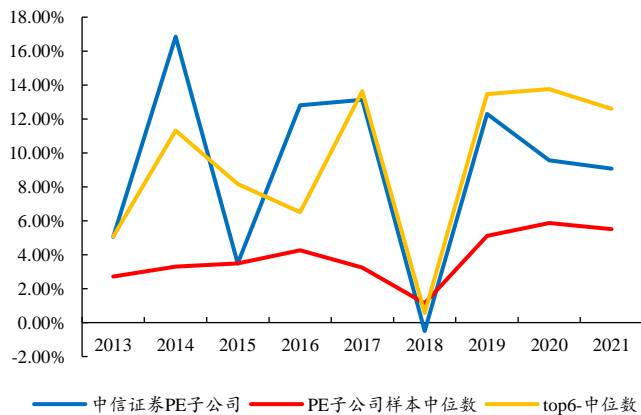
公司另类 and PE 子公司利润受市场影响较大，ROE 均优于行业平均水平。中信证券投资和金石投资分别为另类投资/PE 子公司，其收入包括直投跟投/项目管理费与业绩报酬，受市场影响较大。科创板跟投制度落地后，中信证券投资盈利迅速增长，投行优势使公司获配次数市场第一。金石投资于 2018 年转型为私募股权投资基金管理平台，拥有统一的募、投、退体系。2022Q1 市场下跌明显，我们测算公司跟投被动权益头寸浮亏 11 亿元。

图40：2021 年另类 and PE 子公司合计利润贡献 14%



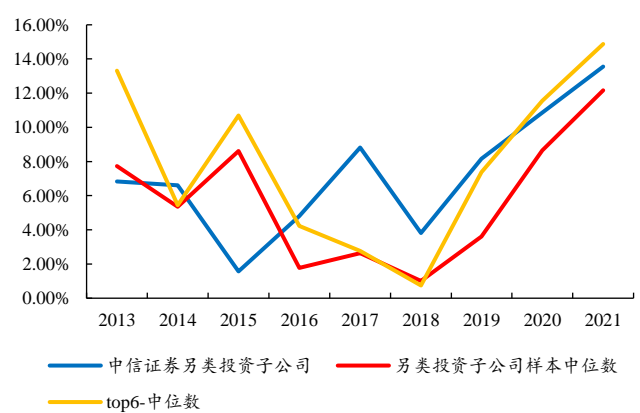
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图41：2019 年起金石投资 ROE 优于样本公司中位数



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图42：2019 年起中信投资 ROE 优于样本公司中位数



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表22：投行实力较强，科创板跟投次数市场第一

排名	机构名称	参与首发配售次数	累计获配投入资金 (百万元)	平均每次动用资金 (百万元)
1	中信证券投资有限公司	54	2,878	54
2	中信建投投资有限公司	41	2,993	73
3	华泰创新投资有限公司	38	1,752	46
4	海通创新证券投资有限公司	37	2,742	74
5	中国中金财富证券有限公司	35	4,478	131
6	国泰君安证券投资有限公司	25	1,294	53
7	民生证券投资有限公司	25	788	32

排名	机构名称	参与首发配售次数	累计获配投入资金 (百万元)	平均每次动用资金 (百万元)
8	招商证券投资有限公司	15	639	44
9	国信资本有限责任公司	12	387	32
10	安信证券投资有限公司	11	304	28

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2022 年 6 月 14 日

**表23：我们测算公司 2022Q1 区间科创板跟投浮亏 11 亿元**

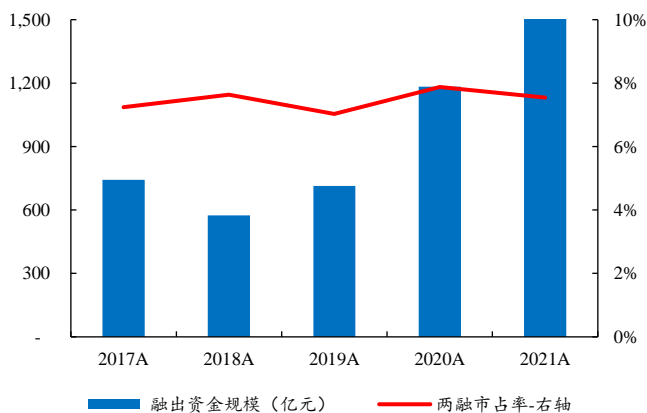
单位：亿元	2019	2020	2021	2022Q1
中信证券科创板跟投浮盈浮亏	3.60	14.59	19.55	-10.87

数据来源：Wind、开源证券研究所

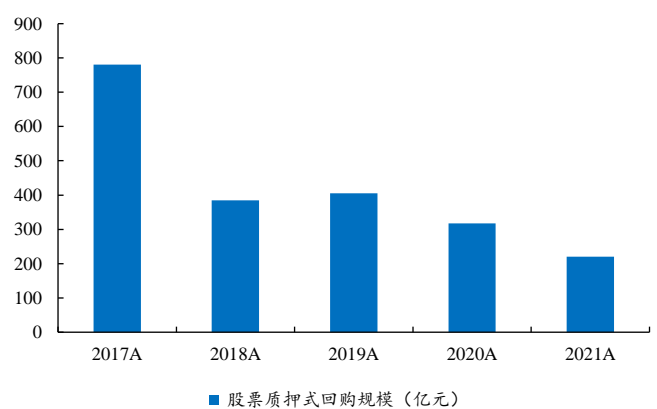
注：假设公司跟投标的的锁定期解除即按锁定终止日收盘价清仓

### 3.4、两融与股票质押：两融市占率领先，股票质押风险可控

**两融与股票质押：两融市占率行业领先，股票质押风险可控。**受益于市场交投活跃，公司 2021 年融出资金规模增长，两融业务市占率达 7.5%。股票质押规模持续压降。从维持担保比来看，两融与股票质押风险可控。

**图43：融出资金增长，市占率行业领先**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图44：股票质押规模持续压降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表24：两融和股票质押业务风险可控**

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021
两融业务平均维持担保比例 (%)	300	248	307	305	307
股票质押业务平均维持担保比例 (%)	246	200	281	336	280

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**科创板做市业务：**2022 年 5 月 13 日证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，公司符合准入要求。规定明确券商可使用自有股票作为券源，或盘活科创板跟投、场外个股期权对冲头寸中拥有股票头寸，将提高公司存量资产使用效率，与投行、两融、衍生品和研究等业务形成天然协同。截至 2022 年 6 月 12 日，公司保荐 67 家企业于科创板上市，行业排名第一。

公司业务扩张受风控指标限制，配股有效缓解资本金压力。公司大力发展的资本中介业务是资本消耗型业务，业务规模和盈利能力依赖稳定长期的资金供给。据券商中国报道，2020年9月中下旬深圳证监局发布的《证券期货机构监管通讯》对中信证券核心风控指标跌破预警标准的情况进行风险警示，主要由于公司净稳定资金率连续8个交易日在预警标准以下，流动性覆盖率持续围绕预警标准上下波动。我们认为，公司资金运用相对充分，业务扩张受相关风控指标限制，风险警示或一定程度催化了再融资需求。公司2021年2月发布配股预案，2022年一季度公司完成A+H股配股募资273亿元，资本实力进一步夯实。

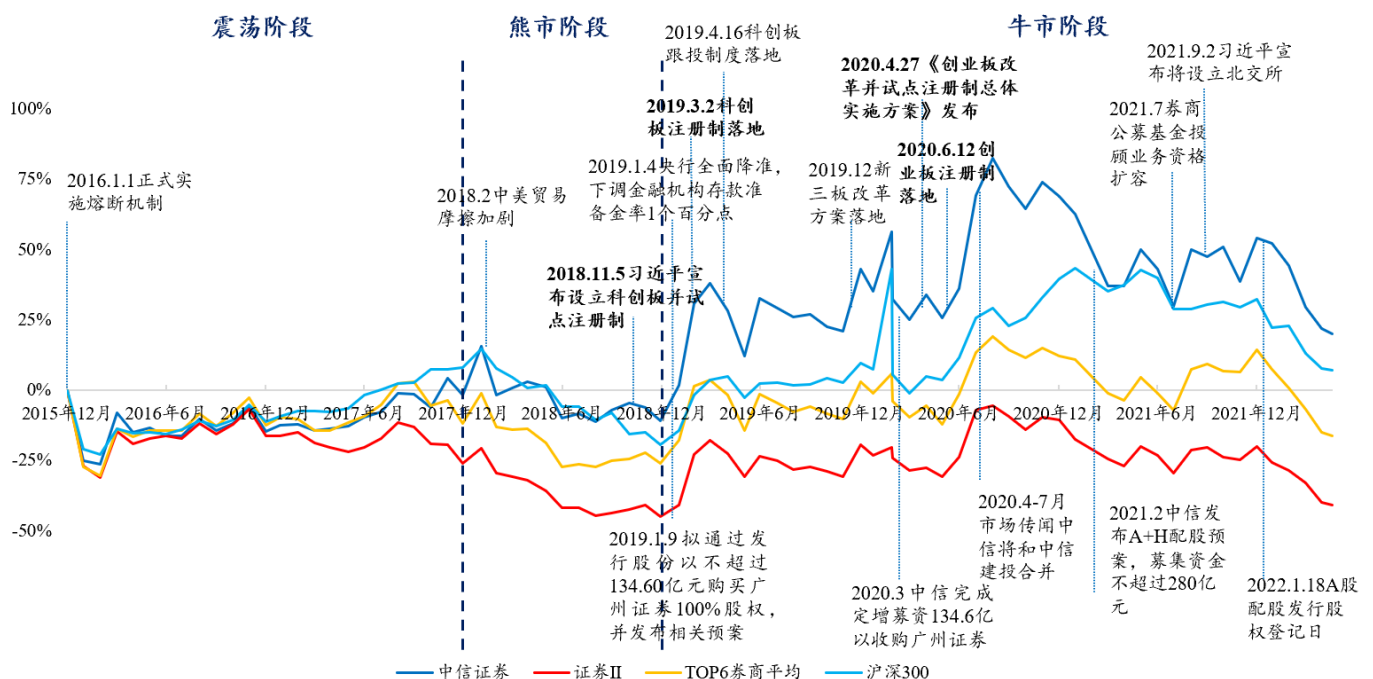
表25：业务发展受相关风控指标限制

母公司风控指标	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	预警线	监管标准
风险覆盖率(%)	166	184	201	155	155	143	175	≥120	≥100
资本杠杆率(%)	16.7	16.2	19.6	15.9	15.0	14.2	14.2	≥9.6	≥8
流动性覆盖率(%)	290	248	150	135	142	126	141	≥120	≥100
净稳定资金率(%)	122	156	131	123	124	122	126	≥120	≥100
自营权益类证券及其衍生品/净资本	33%	29%	48%	52%	79%	44%	41%	≤80%	≤100
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	124%	231%	289%	399%	293%	337%	319%	≤400%	≤500

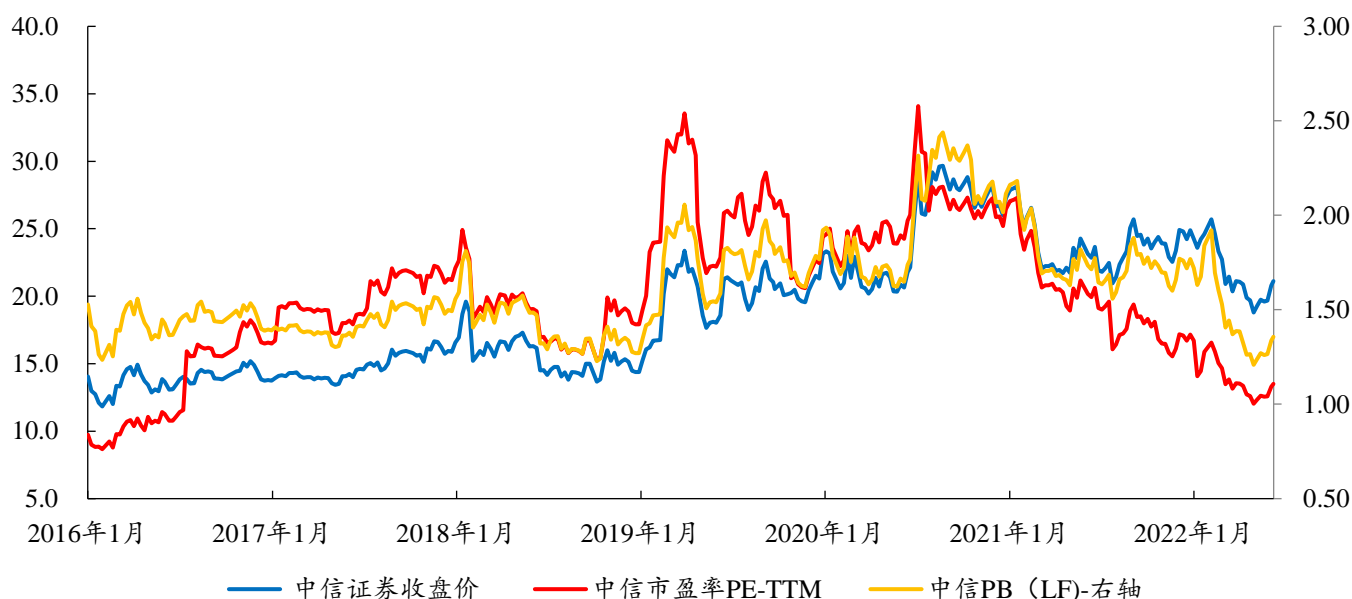
数据来源：公司公告、开源证券研究所

估值复盘：（1）公司股价变化方向多与EPS变化方向一致，2021年配股压制估值，导致股价有所下降（2）科创板注册制从提出到落地期间（2018.11-2019.3），公司估值提升幅度较大，反映市场对公司投行业务发展的乐观预期。（3）截至2022年6月14日，公司PB/PE估值回落至2017年以来10.0%/2.8%分位数位置，估值具有安全边际。

图45：公司股价穿越牛熊，震荡市/熊市/牛市三阶段均跑赢券商指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图46：2022 年以来公司估值有所回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表26：股价年度变化方向多与 EPS 变化方向一致，2021 年公司配股压制估值导致股价下跌**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EPS	0.38	0.48	1.03	1.71	0.86	0.94	0.77	1.01	1.16	1.77
YOY	-69%	26%	115%	66%	-50%	9%	-18%	31%	15%	53%
股价年度涨跌幅	43%	-2%	169%	-42%	-15%	15%	-9%	60%	18%	-9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表27：不同市场行情公司股价均跑赢券商指数**

序号	阶段	期间累计涨幅		期间最大涨幅	
		中信证券	跑赢券商指数	中信证券	跑赢券商指数
1	震荡市 (2016.1.1-2017.12.31)	9%	35%	19%	27%
2	熊市 (2018.1.1-2018.12.31)	-11%	15%	24%	11%
3	牛市 (2019.1.1-2021.12.31)	73%	28%	113%	26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测及估值分析

### 4.1、关键假设

(1) **经纪**：假设 2022-2024 年两市日均股基成交额同比-10%/+15%/+13%，公司股基成交额市占率 7.05%/7.10%/7.15%，佣金率 0.0265%/0.0259%/0.0254%。预计 2022-2024 年公司经纪业务净收入同比-9%/+17%/+13%。

(2) **投行**：假设 2022-2024 年公司 IPO 规模同比+15%/+20%/+18%，IPO 费率 3.6%/4.0%/4.0%。预计 2022-2024 年公司投行业务净收入同比+1%/+24%/+16%。

(3) **资管**：假设 2022-2024 年券商资管规模同比+0%/+7%/+5%，华夏基金非货 AUM



同比+10%/+22%/+20%。预计2022-2024年公司资管业务净收入同比+11%/+17%/+19%。

(4) **利息净收入**：假设2022-2024年市场两融融资余额同比-8%/+14%/+11%，公司两融市占率7.7%/7.8%/7.9%。预计2022-2024年公司利息净收入同比-24%/-27%/-8%。

(5) **投资**：假设2022-2024年自营投资资产规模同比+20%/+18%/+17%，自营投资收益率2.76%/3.66%/3.66%。预计2022-2024年公司投资收益+公允价值变动损益同比-22%/+56%/+17%。

**表28：盈利预测核心假设**

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>1、经纪业务净收入</b>	<b>7,429</b>	<b>7,425</b>	<b>11,257</b>	<b>13,963</b>	<b>12,679</b>	<b>14,845</b>	<b>16,832</b>
YOY	-8%	0%	52%	24%	-9%	17%	13%
两市日均股基成交额（亿元）	4,117	5,580	9,042	11,340	10,206	11,737	13,262
YOY	-17%	36%	62%	25%	-10%	15%	13%
股基成交额市占率	6.09%	5.69%	6.51%	6.97%	7.05%	7.10%	7.15%
中信证券佣金率	0.0500%	0.0406%	0.0309%	0.0270%	0.0265%	0.0259%	0.0254%
<b>2、投行业务净收入</b>	<b>3,639</b>	<b>4,465</b>	<b>6,882</b>	<b>8,156</b>	<b>8,253</b>	<b>10,247</b>	<b>11,843</b>
YOY	-17%	23%	54%	19%	1%	24%	16%
IPO 规模	12,776	45,133	43,585	85,922	98,810	118,572	139,915
YOY	-39%	253%	-3%	97%	15%	20%	18%
IPO 费率	3.66%	3.17%	5.46%	4.29%	3.60%	4.00%	4.00%
IPO 单数	11	28	39	68	80	90	100
YOY	-65%	155%	39%	74%	18%	13%	11%
单均规模	1,161	1,612	1,118	1,264	1,235	1,317	1,399
<b>3、资管业务净收入</b>	<b>5,834</b>	<b>5,707</b>	<b>8,006</b>	<b>11,702</b>	<b>12,942</b>	<b>15,161</b>	<b>18,063</b>
YOY	2%	-2%	40%	46%	11%	17%	19%
券商资管规模（亿元）	13,431	13,948	13,664	16,257	16,283	17,368	18,322
YOY	-19%	4%	-2%	19%	0%	7%	5%
管理费率	0.12%	0.12%	0.17%	0.23%	0.22%	0.23%	0.25%
华夏基金非货 AUM（亿元）	2,269	3,166	5,039	6,961	7,658	9,342	11,211
YOY	2%	40%	59%	38%	10%	22%	20%
管理费率	1.82%	1.50%	1.35%	1.36%	1.28%	1.32%	1.33%
<b>4、利息业务净收入</b>	<b>2,422</b>	<b>2,045</b>	<b>2,587</b>	<b>5,337</b>	<b>4,055</b>	<b>2,940</b>	<b>2,712</b>
YOY	1%	-16%	27%	106%	-24%	-27%	-8%
市场期末两融融资余额（亿元）	7,490	10,055	14,820	17,121	15,751	17,956	19,931
YOY	-27%	34%	47%	16%	-8%	14%	11%
两融市占率（期末值）	7.64%	7.03%	7.88%	7.54%	7.70%	7.80%	7.90%
<b>5、投资收益+公允价值变动损益</b>	<b>8,778</b>	<b>16,692</b>	<b>18,492</b>	<b>23,572</b>	<b>18,317</b>	<b>28,495</b>	<b>33,297</b>
YOY	-34%	90%	11%	27%	-22%	56%	17%
自营投资资产规模	274,358	378,979	456,774	576,499	689,639	816,195	953,068
YOY	13%	38%	21%	26%	20%	18%	17%
自营投资收益率	3.11%	4.86%	4.29%	4.39%	2.76%	3.66%	3.66%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 228/293/344 亿元，分别同比-1%/+28%/+18%，EPS 分别为 1.5/2.0/2.3 元，ROE 分别为 9.9%/11.1%/12.0%。

表29：预计 2022 年-2024 年公司归母净利润分别同比-1%/+28%/+18%

单位：百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>一、营业收入</b>	<b>37,221</b>	<b>43,140</b>	<b>54,383</b>	<b>76,524</b>	<b>70,194</b>	<b>87,141</b>	<b>99,923</b>
手续费及佣金净收入	17,427	18,022	26,764	34,554	34,740	41,281	47,967
代理买卖证券业务净收入	7,429	7,425	11,257	13,963	12,679	14,845	16,832
证券承销业务净收入	3,639	4,465	6,882	8,156	8,253	10,247	11,843
受托客户资产管理业务净收入	5,834	5,707	8,006	11,702	12,942	15,161	18,063
投资咨询业务净收入	292	304	273	257	269	283	297
其他手续费及佣金净收入	233	121	347	477	596	745	932
利息净收入	2,422	2,045	2,587	5,337	4,055	2,940	2,712
投资净收益	7,071	18,748	24,884	18,266	18,317	28,495	33,297
其中：对联营和合营企业的投资收益	732	801	586	890			
公允价值变动净收益	1,706	-2,055	-6,391	5,307			
其他业务收入	7,636	5,995	6,698	12,932	12,932	14,225	15,648
<b>二、营业支出</b>	<b>25,185</b>	<b>26,129</b>	<b>33,744</b>	<b>44,098</b>	<b>38,808</b>	<b>46,867</b>	<b>52,546</b>
营业税金及附加	255	293	398	423	463	589	680
管理费用	15,308	17,562	20,145	28,129	24,901	31,660	35,724
信用减值损失	2,187	1,892	6,581	899	1,158	1,104	1,276
其他业务成本	7,412	5,683	6,126	12,042	12,285	13,514	14,865
<b>三、营业利润</b>	<b>12,035</b>	<b>17,011</b>	<b>20,638</b>	<b>32,425</b>	<b>31,387</b>	<b>40,274</b>	<b>47,377</b>
加：营业外收入	472	36	79	76	95	120	139
减：营业外支出	42	53	247	608	296	376	435
<b>四、利润总额</b>	<b>12,466</b>	<b>16,995</b>	<b>20,470</b>	<b>31,894</b>	<b>31,185</b>	<b>40,018</b>	<b>47,082</b>
所得税率	20.8%	25.6%	24.2%	24.7%	24.0%	24.0%	24.0%
减：所得税	2,589	4,346	4,954	7,889	7,484	9,604	11,300
<b>五、净利润</b>	<b>9,876</b>	<b>12,648</b>	<b>15,517</b>	<b>24,005</b>	<b>23,701</b>	<b>30,414</b>	<b>35,782</b>
少数股东权益占比	4.9%	3.3%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
减：少数股东损益	487	420	614	905	894	1,147	1,350
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>9,390</b>	<b>12,229</b>	<b>14,902</b>	<b>23,100</b>	<b>22,807</b>	<b>29,267</b>	<b>34,432</b>
YOY	-17.9%	30.2%	21.9%	55.0%	-1.3%	28.3%	17.7%
<b>ROE</b>	<b>6.20%</b>	<b>7.77%</b>	<b>8.68%</b>	<b>11.82%</b>	<b>9.88%</b>	<b>11.11%</b>	<b>11.97%</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.3、估值分析

**ROE/PB 估值：**当前估值具有安全边际。公司 2021 年 ROE 为 11.82%，PB 为 1.77 倍，ROE/PB 为 6.7%。我们假设 2022 年末公司 ROE/PB 比值为 7.0%，预计 2022 年 ROE 为 9.88%，对应 PB1.4 倍。当前股价对应 2022 年 PB1.2 倍，估值具有安全边际。

**表30：公司估值具有安全边际**

中信证券	2019	2020	2021	2022E
ROE	7.77%	8.68%	11.82%	9.88%
PB (LF)	1.92	2.11	1.77	1.41
ROE/PB	4.1%	4.1%	6.7%	7.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**可比公司估值：**考虑净资产规模和市值，我们选取 8 家上市券商作为可比公司，包括华泰证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、广发证券、申万宏源、中国银河、国信证券。中信证券 2021 年与 2022 一季度平均 ROE 表现优于可比公司平均，PB(LF) 高于可比公司平均。

**表31：中信证券 2022 一季度 ROE 优于可比公司平均，PB (LF) 高于可比公司平均**

名称	总市值 (亿元)	净资产 (2022Q1 末)	PB (LF)	平均 ROE (%) -年化		
				2020	2021	2022Q1
海通证券	1,282	1,783	0.78	7.78	8.10	3.67
华泰证券	1,308	1,569	0.93	8.60	9.62	5.87
国泰君安	1,363	1,527	0.99	8.09	10.56	6.80
招商证券	1,292	1,090	1.31	9.95	10.67	5.38
广发证券	1,463	1,120	1.37	10.60	10.60	4.86
申万宏源	1,092	1,080	1.14	9.05	10.23	4.48
中国银河	974	1,015	1.14	9.52	11.58	6.21
国信证券	947	977	1.22	9.65	11.38	3.15
可比公司平均		1,270	1.11	9.16	10.34	5.05
中信证券	3129	2,487	1.36	8.68	11.82	9.22

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述总市值和 PB 数据截至 2022 年 6 月 14 日

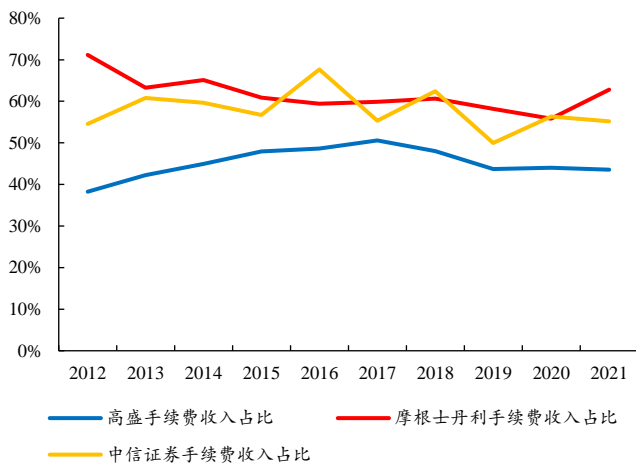
**海外投行对标：**高盛和摩根士丹利 2018-2021 年平均 PB 分别为 1.05/1.24 倍，平均 ROE 分别为 13.17%/12.20%，对应 ROE/PB 分别为 12.57%/9.85%，市场给予摩根士丹利更高的估值主要由于其手续费收入占比更高。中信证券手续费收入占比与摩根士丹利相近，而我国资本市场仍处于发展初期，证券化率和成熟程度均较低，未来潜在扩容空间较大，头部券商盈利增速和盈利能力均有望进一步提升。我们认为与海外投行相比，中信证券估值有望获得较高溢价。

**表32：近 4 年高盛手续费收入占比低于摩根士丹利，平均 PB 低于摩根士丹利**

海外投行	2018-2021 年平均手 续费收入占比	2018-2021 年平均 PB	2018-2021 年平均 ROE	ROE/PB
高盛	45%	1.05	13.17%	12.57%
摩根士丹利	59%	1.24	12.20%	9.85%

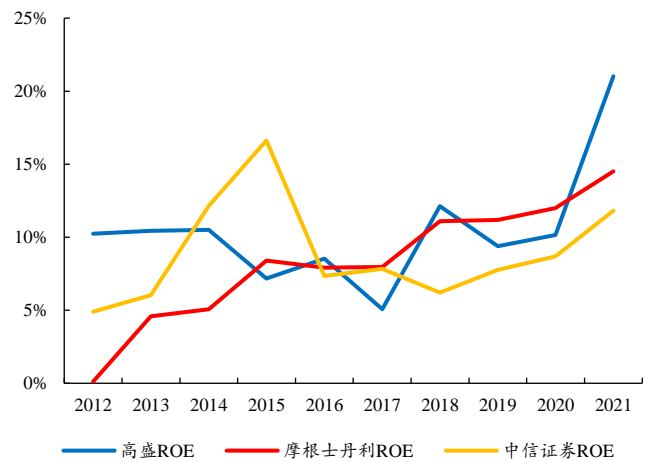
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图47：高盛手续费收入占比低于摩根士丹利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：2017年起高盛和摩根士丹利 ROE 呈上升趋势



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 5、投资建议

### 1、基本面：业务全面领航，轻资本业务竞争优势明显，重资本业务稳健

公司各项业务全面领跑行业，手续费收入占比和杠杆率均优于行业平均，ROE 持续领先。公司具有优秀稳定的管理团队和全面领先的业务基础，未来持续受益于资本市场改革红利和行业集中度提升下的格局优化。

**(1) 财富管理业务：机构经纪驱动业务市占率提升，财富管理转型领先。**公司财富管理业务结构持续优化，非佣金类收入占比提升，成长性凸显。公司 2021 年代销金融产品收入占比 19%，高于行业的 13%。凭借渠道和品牌优势，2019 年以来公司机构客户数量快速增长，机构经纪驱动整体经纪业务市占率提升，公募基金分仓收入持续保持行业第一。财富管理转型行业领先，2021 年公司代销金融产品净收入 26.6 亿，同比+35%，行业排名第一。

**(2) 资管业务：券商资管主动管理转型领先，华夏基金业务结构多元。**2021 年券商资管主动管理资产月均规模达 1.05 万亿，占公司资产管理月均规模 89%，主动管理规模行业第一。华夏基金公募基金 AUM 行业排名靠前，机构及国际业务 AUM 占比较高，业绩表现具有韧性，指数基金 AUM 行业第一。

**(3) 投行业务：股权融资和债券融资承销规模连续多年行业第一。**公司充分受益于注册制改革，2019-2021 年 IPO 收入、承销规模和项目数市占率均高于改革前水平。项目与人力储备丰富，预计全面注册制将进一步加强公司领先地位。

**(4) 重资本业务：客需业务为主，风险敞口较小，场外衍生品业务领先。**公司自营投资风格稳健，自营投资收益率受市场波动影响持续减弱。我们测算 2019-2021 年公司 89%/85%/85% 的股票头寸为场外衍生品对冲仓，场外衍生品收入为 28/63/75 亿，占公司调整后营收 7%/13%/12%。直投跟投子公司 ROE 优于行业平均。两融市占率领先，股票质押规模持续压降，整体风险可控。

### 2、估值：龙头稀缺标的应享有估值溢价

考虑以下 5 方面，我们认为应给予中信证券估值溢价：

- (1) **ROE 持续领先，手续费收入占比较高。**轻重资本优势均强，ROE 持续领先。
- (2) **资金型业务以非方向性为主，资产透明度高，波动较小，抗周期属性强。**
- (3) **龙头公司稀缺价值：**良好的公司治理和优秀的管理团队，带来前瞻性的战略谋

划和执行能力；业务全面领跑，综合优势突出，资产具有稀缺性，充分受益于资本市场改革扩容和行业竞争格局优化。

(4) 公司 2022Q1 完成配股，短期无再融资压力。公司盈利能力较强，具有造血能力，或开启新的内生增长。

(5) 历史股价表现体现出穿越牛熊的特征，机构持股体验较好。

**3、边际景气度较强，充分受益资本市场改革红利。**短期看，公司自营业务以客需模式为主，风险中性不惧市场波动，一季度完成配股解决风控指标瓶颈，全年盈利景气度较强；长期看，公司具有优秀稳定的管理团队和全面领先的业务基础，未来持续受益于资本市场改革红利和行业集中度提升下的格局优化。受益于盈利稳定性强、高 ROE 且轻资本收入占比高、资产透明度高、龙头标的稀缺性等因素，公司有望保持估值溢价。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 228/293/344 亿元，分别同比 -1%/+28%/+18%，EPS 分别为 1.5/2.0/2.3 元，ROE 分别为 9.9%/11.1%/12.0%。预计当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 13.7/10.7/9.1 倍，对应 PB 1.2/1.1/1.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险提示

- 疫情影响投行业务发展不及预期；
- 创新业务规模增长带来市场风险提升；
- 公司盈利增长不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	903,496	1,060,382	1,228,297	1,417,600	1,624,641
现金	233,693	279,551	303,611	335,677	375,847
应收票据及应收账款	39,353	34,694	44,694	49,694	54,694
其他应收款	-0	-0	-0	-0	-0
预付账款	-0	-0	-0	-0	-0
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	630,450	746,136	879,991	1,032,229	1,194,100
<b>非流动资产</b>	149,467	218,283	219,607	228,878	244,793
长期投资	8,877	9,128	9,584	28,458	10,168
固定资产	7,048	6,622	6,688	6,888	7,098
无形资产	2,855	3,592	3,643	3,843	4,053
其他非流动资产	130,687	198,941	199,691	189,689	223,473
<b>资产总计</b>	1,052,962	1,278,665	1,447,904	1,646,478	1,869,434
<b>流动负债</b>	653,099	844,693	942,270	1,073,887	1,214,668
短期借款	5,010	7,262	7,625	8,769	10,084
应付票据及应付账款	118,948	175,905	200,999	235,999	271,005
其他流动负债	529,141	661,526	733,646	829,120	933,580
<b>非流动负债</b>	213,981	220,164	248,746	292,874	348,933
长期借款	172,881	181,861	214,605	253,300	304,031
其他非流动负债	41,099	38,303	34,141	39,575	44,901
<b>负债合计</b>	867,080	1,064,857	1,191,016	1,366,761	1,563,601
少数股东权益	4,171	4,636	4,559	4,964	5,427
股本	12,927	12,927	14,821	14,821	14,821
资本公积	65,628	65,626	90,936	90,936	90,936
留存收益	9,438	9,985	12,266	15,192	18,636
<b>归属母公司股东权益</b>	181,712	209,171	252,328	274,753	300,405
负债和股东权益	1,052,962	1,278,665	1,447,904	1,646,478	1,869,434

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	101825	28458	36116	47929	58397
净利润	15517	24005	23701	30414	35782
折旧摊销	1607	1632	1732	1832	1932
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-890	-3735	-3835	-3935	-4035
营运资金变动	115909	116560	121560	126560	131560
其他经营现金流	-35947	-107142	-107042	-106942	-106842
<b>投资活动现金流</b>	-6860	-6916	-6716	-6516	-6316
资本支出	-609	-720	-720	-720	-720
长期投资	-21670	-7641	-7541	-7441	-7341
其他投资现金流	15420	1445	1545	1645	1745
<b>筹资活动现金流</b>	11998	9713	24854	23160	23360
短期借款	-193539	-94415	-94315	-94215	-94115
长期借款	223715	106375	106475	106575	106675
普通股增加	0	1	1894	0	0
资本公积增加	0	10800	10800	10800	10800
其他筹资现金流	-18178	-13048	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	105034	29667	24060	32065	40171

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	54,383	76,524	70,194	87,141	99,923
营业成本	33,744	44,098	38,808	46,867	52,546
营业税金及附加	398	423	463	589	680
营业费用	5	5	5	5	5
管理费用	20,145	28,129	24,901	31,660	35,724
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	6,581	899	1,158	1,104	1,276
其他收益	-0	-0	-0	-0	-0
公允价值变动收益	(6,391)	5,307	-0	-0	-0
投资净收益	24,884	18,266	18,317	28,495	33,297
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	20,638	32,425	31,387	40,274	47,377
营业外收入	79	76	95	120	139
营业外支出	247	608	296	376	435
<b>利润总额</b>	20,638	32,425	31,387	40,274	47,377
所得税	4,954	7,889	7,484	9,604	11,300
<b>净利润</b>	15,517	24,005	23,701	30,414	35,782
少数股东损益	614	905	894	1,147	1,350
<b>归母净利润</b>	14,902	23,100	22,807	29,267	34,432
EBITDA	22246	34057	33119	42106	49309
EPS(元)	1.15	1.79	1.54	1.97	2.32

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.1	40.7	-8.3	24.1	14.7
营业利润(%)	21.3	57.1	-3.2	28.3	17.6
归属于母公司净利润(%)	21.9	55.0	-1.3	28.3	17.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.0	42.4	44.7	46.2	47.4
净利率(%)	27.4	30.2	32.5	33.6	34.5
ROE(%)	8.7	11.8	9.9	11.1	12.0
ROIC(%)	4.3	6.0	4.9	5.6	5.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.3	83.3	82.3	83.0	83.6
净负债比率(%)	2.3	2.3	2.3	2.5	2.6
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	5.9	6.6	5.1	5.6	5.7
应收账款周转率	159.0	206.7	176.8	184.6	191.4
应付账款周转率	41.9	29.9	20.6	21.4	20.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.79	1.54	1.97	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	7.88	2.20	2.44	3.23	3.94
每股净资产(最新摊薄)	14.06	16.18	17.03	18.54	20.27
<b>估值比率</b>					
P/E	21.0	13.5	13.7	10.7	9.1
P/B	1.7	1.5	1.24	1.14	1.04
EV/EBITDA	47.3	37.3	42.9	37.7	35.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

34 / 36



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn